



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



# Problemas de la asimetría de información en las pymes un aporte para la reducción del racionamiento del credito a empresas pymes en la Argentina

Pla, Alberto Jaime

2011

Cita APA: Pla, A. (2011). Problemas de la asimetría de información en las pymes un aporte para la reducción del racionamiento del credito a empresas pymes en la Argentina. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Doctorado

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.  
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Col. 1501/1205

CATALOGADO



**UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
DOCTORADO**

**TESIS**

**“PROBLEMAS DE LA ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN  
EN LAS PYMES”**

**Un aporte para la reducción del racionamiento del crédito a empresas  
pyme en la Argentina**

dep. G.3352; G.33, L.320  
P3PA

Doctorando:  
Alberto Jaime Pla

Directores de Tesis:  
Doctor Juan José Gilli  
Doctor Juan Carlos Alonso

# Índice General

Tabla de Abreviaturas	1
Prefacio	3
Introducción	5
<b>Capitulo 1</b>	
Asimetría de información y su impacto en pymes – introducción	15
1.1) Antecedentes	15
1.2) Definiciones Previas	18
1.3) Problema	32
Aspectos deficitarios del estado actual del tema – problemas de la asimetría de información en pymes	32
Sistema Financiero Argentino y Pymes	35
<b>Capitulo 2</b>	
Marco Teórico	39
2.1) Antecedentes sobre la estructura de financiamiento de empresas	40
Teorías acerca de la estructura de financiamiento de las empresas	40
Teoría del trade off (TO) – Beneficios impositivos versus Costos de quiebra	46
Teoría del Orden de preferencias (TOP) o Pecking Order (PO)	51
El Ciclo del Crecimiento Financiero de la Empresa	56

2.2) La asimetría de información, el consecuente racionamiento de crédito y su justificación teórica	58
Teoría de las Asimetrías de la Información	58
2.3) Teorías sobre contratos financieros	67
Teoría de la Agencia	67
Teorías sobre contratos financieros	76
2.4) Enfoque de Señales	89
Antecedentes	89
Teoría de la estrategia empresarial y Crisis Financieras	94
Medios de señalización usualmente utilizados	101
2.5) Justificación teórica de los sistemas de garantía	117
Mecanismos que intentan solucionar el problema de asimetría de información	118
Los fundamentos de los sistemas / esquemas de garantía	132
Sociedades de Garantía Recíproca – El esquema elegido en la Argentina	142
2.6) Conclusiones	145
<b>Capítulo 3</b>	
<b>El problema de racionamiento de crédito en empresas argentinas y sus causas</b>	<b>151</b>
3.1) Antecedentes de racionamiento del crédito a empresas pyme	152
3.2) Sistema Financiero y Racionamiento del crédito	159
Reseña de sistemas financieros del mundo	159
Sistema Financiero en EE.UU.	160
Sistema Financiero en Europa	162
Sistema Financiero en Japón	163
Sistema Financiero en Brasil	164
Sistema Financiero en Chile	165

Sistema Financiero en la Argentina	167
Breve Resumen comparativo	169
Mutuales y Cooperativas de crédito en la Argentina	171
Mercado financiero y racionamiento de crédito a empresas	173
3.3) El problema de la evasión fiscal	185
3.4) Sistemas de información en las pymes argentinas – Racionamiento por Asimetría de información y Autoexclusión del crédito	191
Desde la perspectiva del prestatario (las pymes)	192
Desde la perspectiva del prestamista (los bancos)	195
Consideraciones finales acerca del sic y racionamiento del crédito	201
3.5) Racionamiento por falta de señales	202
La señal más importante: disponibilidad de garantías	202
Los fondos propios	206
Teoría de la estrategia empresarial (TEP) dentro del enfoque de señales	208
La deuda como señal informativa	214
Clausulas contractuales específicas	218
Utilización de facilitadores financieros y técnicas de administración financiera	221
Uso de sistemas de garantía como señal inicial	223
3.6) Conclusiones	225
<b>Capitulo 4</b>	
Aplicabilidad de las teorías de financiamiento en pymes argentinas	237
4.1) Antecedentes	238
4.2) Características de la administración financiera de pymes	240
Trabajo de campo Empresas Industriales sector metalmecánico	248
4.3) Estructura de financiamiento en pymes. Vectores principales de análisis	250
Impacto de crisis y otras variables socioeconómicas	252
Modigliani – Miller. Irrelevancia de la estructura de financiamiento	256
Trade off. Beneficios impositivos versus costos de quiebra	258
Pecking Order. Orden de preferencia de las fuentes de financiamiento	261
Enfoque del ciclo financiero de crecimiento de la firma	263
La influencia del sector de actividad empresarial	265

4.4) Conclusiones	268
Resultados de pruebas estadísticas	268
Análisis de hipótesis del capítulo	270
Capítulo 5	
Esquema de análisis de riesgo y propuesta de esquema simplificado para calificación de empresas pyme	283
5.1) Modelos de diagnóstico financiero	284
El uso de ratios	284
Modelos de Altman	288
El método de Flujo de fondos descontados	291
Otros métodos. Consideración de variables cualitativas	294
5.2) Comparación de esquemas de evaluación de riesgo crediticio	297
Informes de crédito SGR	297
Calificación de riesgo de una SGR	299
Procedimientos de calificación de créditos en bancos	300
Informes de crédito empresas industriales y comerciales	304
5.3) Propuesta de calificación para pymes	306
5.4) Trabajo de campo de aplicación de modelos predictivos de insolvencia	315
5.5) Conclusiones	322
Capítulo 6	
Análisis de sistemas de garantía y programas de apoyo a pymes aplicados en el mundo	329
6.1) Introducción al caso Argentino	330
6.2) Políticas y Programas disponibles en el mundo	335
Estados Unidos	340
Europa – Casos de España e Italia	343
Japón	349
Brasil	352
Chile	354
6.3) Buenas prácticas para pymes y aplicabilidad en la Argentina	356

Plataformas para programas de asistencias y negocios	358
6.4) Como mejorar el actual esquema de SGR en la Argentina	361
6.5) Conclusiones	388
Reflexiones y Conclusión final	393
Bibliografía	405
Anexos	417
1. Requisitos formales, modelos de contrato y formularios Garantizar SGR	417
2. SGR cadena de valor – sectorial	423
3. Trabajo de campo caso real año 2009-2010 – Acceso a líneas de crédito de largo plazo a través de aval SGR	424
4. Estadística de operaciones SGR en la Argentina	432
5. Modelos de encuesta utilizados	436
6. Ingresos y ratios por servicios de Bancos en la Argentina	440
7. Modelo de scoring e informe de visita Bancos de Argentina	441
8. Eficiencia de las garantías y de los procesos judiciales	444
9. Pruebas Estadísticas	445

# Tabla de Abreviaturas

Abreviatura	Significado
\$ MM	Millones de pesos
AD HOC	Específico, o Para esto
AFIP	Administración Federal de Ingresos Públicos
AFJP	Administradora de Fondos de jubilaciones y pensiones
AI	Asimetría de información
ANSES	Administración nacional de la seguridad social (Argentina)
BADLAR	Tasa de interés que se calcula por el promedio de las entidades bancarias de C.A.B.A. y Gran Buenos Aires y que se pagan por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.
BCCh	Banco Central de Chile
BCRA	Banco Central de la Republica Argentina
BDB	Banco do Brasil
BICE	Banco de Inversión y Comercio Exterior (Argentina)
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Banco Internacional de Pagos de Basilea
BNDES	Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Brasil)
BNDES	Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Brasil)
BOCAN	Bonos de Cancelación (Argentina) – También llamados Bonar
BODEN	Bonos del Estado Nacional (Argentina)
BOGAR	Bono Garantizado (Argentina)
CAF	Corporación Andina de Fomento
CAMEL	Capital, Asset, Managment, Earnings and Liquidity
CAMELBIG	Capital, Asset (actives), Management (manejo corporativo), Earnings (ganancias), Liquidity (liquidez), Business (negocio), Control interno, Gerencia.
CASFOG	Cámara Argentina de sociedades y fondos de garantía
CEFIDAR	Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina
CEPAL	Comisión Económica para América Latina
CERSA	Compañía Española de Reafianzamiento sociedad anónima
CESGAR	Confederación Española de Sociedades de Garantía
CFT	Costo financiero total
CGC	Credit Guarantee Corporations
CGS	Credit Guarantee System
CNA	Confederazione Nazionale de Artigiano (Italia)
CNV	Comisión Nacional de Valores
CORFO	Corporación de Fomento para la producción (Chile)
DCF	Discounted cash flow, o método de flujo de fondos descontados
DICJ	Deposit Insurance Corporation of Japan
DINAF	Dirección Nacional de Asistencia Financiera
EC	Estructura de capital
EE.CC.	Estados contables
EMBI +	Emerging Markets Bond Index Plus
Et al	Y otros
FAMPE	Fondo de aval para las micro y pequeñas empresas (Brasil)
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation (EE.UU.)
FED	Reserva Federal
FEI	Fondo Europeo de Inversiones
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos
FGPC	Fondo de Garantía para la promoción de la competitividad (Brasil)
FGS	Fondo de Garantía de la Seguridad Social
FIEL	Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
FM	Fondo de Maniobra
FODA	Fortalezas, Oportunidades, Debilidades, Amenazas
FOGABA	Fondo de Garantías Buenos Aires
FOGAPE	Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (Chile)
FONARSEC	Fondo Argentino Sectorial
FONCyT	Fondo para la investigación científica y tecnológica
FONSOFT	Fondo fiduciario para la promoción de la industria del software
FONTAR	Fondo Tecnológico Argentino
FUNGROPER	Fondo de aval para la generación de empleo y renta (Brasil)



ICE	Identificador de Crisis Empresaria
ICO	Instituto de Crédito Oficial (España)
IGJ	Inspección General de Justicia
IMPI	Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa (España)
INAES	Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social
JASMEC	Japan Small and Medium Business Corporation
KYC	Know your Customer
LEBAC	Letras del Banco Central (Argentina)
LEF	Ley de entidades financieras
LP	Largo plazo
MAE	Mercado Abierto Electrónico
MIPymes	Micro, pequeñas y medianas empresas
MM	Modigliani – Miller
NOBAC	Notas del Banco Central (Argentina)
NOF	Necesidad operativa de fondos
NPV	Net presente value
NSE	Nivel socioeconómico
ONGs	Organizaciones no gubernamentales
PBI o PIB	Producto Bruto Interno
PO	Teoría de Pecking Order
PROCAP	Proyecto de capacitación
Pyme	Pequeña y mediana empresa
RBT	Régimen de bonificación de tasa de interés
RG	Resolución General
RN	Recursos Negociados
ROA	Return on assets, o rentabilidad sobre activos
ROE	Return on equity, o rentabilidad sobre patrimonio neto
ROS	Return on sales, o rentabilidad sobre ventas
RPC	Responsabilidad patrimonial computable, o Patrimonio neto ajustado/depurado
RPM	Reunión de política monetaria
SBA	Small Business Administration (EE.UU.)
SBIF	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile
SEBRAE	Servicio Brasileño de apoyo a las micro y pequeñas empresas
SEDESA	Seguro de Depósitos s.a.
SEPYME y DR	Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional
SGP	Sistemas de Garantías Públicos
SGR	Sociedad/es de Garantías Recíprocas
SIC	Sistemas de información contable
SIOPEL	Sistema de subasta electrónico
SMEs	Small and medium sized enterprises
TEA	Tasa efectiva anual
TEP	Teoría de la estrategia empresarial
TICOCA	Títulos cooperativos de capitalización
TIR	Tasa interna de retorno
TNA	Tasa nominal anual
TO	Teoría de Trade Off
TOP	Teoría del orden de preferencias
TPM	Tasa de política monetaria
UCAPs	Unidades capacitadoras
UE	Unión Europea
VAN	Valor actual neto
VIP	Very important person (en referencia a empresas importantes)
WACC	Weighted average cost of capital

## Prefacio

Esta tesis pretende contribuir a la ciencia de la administración, y dentro de la misma, a la administración financiera de las pymes. Su objeto de estudio y aplicación son las organizaciones empresarias pequeñas y medianas que cuenten con un mínimo de división de tareas y funciones, dejando de lado a los microemprendimientos. El objetivo fue trabajar en el marco de pymes industriales en la Argentina, y la base de las empresas seleccionadas y analizadas forma parte de la cadena de valor del sector metalmeccánico.

Las constantes crisis económicas que se han desarrollado a lo largo de la historia de nuestro país, así como los efectos que estas tuvieron en el financiamiento de las empresas pyme, han constituido una de las motivaciones que me llevaron a la realización del presente trabajo de tesis doctoral. Básicamente para tratar de entender como hace un empresario pyme para sobrevivir en este contexto.

Y dentro de este conjunto de pequeñas y medianas empresas suelen encontrarse aquellas en las que se confunden los roles de dueño y administrador, en las que difícilmente se lleve a la practica una adecuada planificación financiera, y que además enfrentan serias dificultades para acceder al crédito en condiciones competitivas y adaptables a las necesidades de sus diversas actividades empresarias. Todo lo que voy exponiendo justifica la alta interdependencia y difícil divisibilidad de la estructura de capital y la estructura de financiamiento. De hecho la pyme debe manejar el arte de la improvisación en materia de capital de trabajo operativo, lo cual repercute directamente en la planificación de las inversiones de largo plazo.

Pese a la limitación impuesta por el estado del arte, en relación a que las principales teorías que buscan explicar la estructura de financiamiento de las empresas se han desarrollado en un marco de grandes empresas y mercados de capitales desarrollados, procuro introducirme en la realidad de la administración financiera de pymes industriales argentinas. Y procuro hacerlo tanto en lo referente al financiamiento de sus activos fijos como de sus necesidades operativas de fondos y evaluar la aplicabilidad de los conceptos que las teorías globalmente difundidas pregonan.

La asimetría de información y el racionamiento del crédito son temas tratados en profundidad fundamentalmente por economistas. Procuro orientar el trabajo con un enfoque pragmático priorizando en cierta forma la experiencia extraída de los trabajos de campo por sobre los conceptos teóricos generalmente aceptados. De todos modos, soy consciente de que no soy totalmente original en mis análisis y propuestas, y que el enfoque adoptado para los temas evaluados a lo largo del trabajo puede suscitar diferentes objeciones. He tratado de incluir el análisis de autores destacados en la teoría de la asimetría de la información, aunque acotando la búsqueda hacia los aspectos más relacionados con la administración financiera.

El motivo por el cual se justifica estudiar esta problemática radica en que, pese a la enorme cantidad de trabajos desarrollados, persisten las dificultades y la falta de una conexión fluida entre los participantes del mercado de crédito argentino. El acceso al crédito para todas las empresas en general requiere de un buen funcionamiento de los sistemas financieros. Pero la heterogeneidad del segmento pyme requiere que se creen instituciones que operen en forma eficiente y rentable, y que a la vez generen adicionalidad a la economía brindando una adecuada cobertura de las necesidades de las empresas participantes. Considerando entonces la plataforma de país que ofrece la Argentina, y las herramientas actualmente disponibles, es que analizo con más profundidad el esquema de SGR y desarrollo una serie de propuestas que pueden ayudar a mejorar el funcionamiento actual.

Al concluir la lectura seguramente quedaran numerosos interrogantes y temas que merecen un desarrollo más profundo, lo cual espero que permita generar el interés para diferentes líneas de investigación en el futuro.

Soy consciente que al momento de agradecer a todas aquellas personas, empresas y otras entidades que, de un modo u otro, han contribuido al presente trabajo en mayor o menor medida, seguramente cometeré alguna omisión. Sin embargo deseo remarcar un agradecimiento especial para el Departamento de Doctorado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos por permitirme desarrollar esta actividad académica. También deseo destacar la colaboración brindada por Emma Fernández Loureiro, Ignacio Villa del Prat, Mariano Varela, Fernando Scrocco, Oscar Donato, Adrian Bogliolo, Leopoldo Kaner Loy, Pablo Debernardi, Anahí Briozzo, José Lentini, Ignacio Jardon Schinelli, Hernán Marín, Juan Garnica Hervas y mi colaboradora personal Laura Rizzuti. A nivel de empresas y entidades quiero expresar mi agradecimiento genérico a todos los empresarios que, a partir de permitirme introducirme en su realidad cotidiana, han sido una fuente de información invaluable para este trabajo.

Quiero expresar un especial agradecimiento y aprecio por los Dres. Juan José Gilli y Juan Carlos Alonso, ya que sin su apoyo hubiera sido imposible concluir el presente trabajo. Aunque no sea necesario agregarlo, debo remarcar que cualquier error que pueda existir en el presente trabajo no es su responsabilidad, sino que debe recaer exclusivamente en mi persona.

Finalmente agradezco a toda mi familia por el apoyo y la paciencia en los momentos difíciles y les dedico este trabajo que con la ayuda de DIOS pude finalizar.

# Introducción

## Objetivos y contribución a realizar

### El debe ser

En un país como la Argentina, que necesita crecimiento y desarrollo económico, deben existir políticas y una normativa de respaldo que permitan avanzar siempre hacia una economía previsible, y en este marco no puede faltar la disponibilidad de financiamiento a mediano y largo plazo para pequeñas y medianas empresas con proyectos viables, y la ampliación de las opciones de financiación.

El financiamiento existe cuando hay condiciones estables y ciclos de crecimiento de la economía ya que cada vez que en La Argentina nos enfrentamos a una crisis, luego la recuperación del financiamiento bancario es lenta. En estas transiciones post crisis el autofinanciamiento y el financiamiento no bancario tienen un rol activo en la economía, pero no son suficientes para el desarrollo que necesita nuestro país.

Ante la imposibilidad de eliminar la asimetría de información, debemos encontrar alternativas a la solución general que se da en la práctica, vale decir al racionamiento de crédito al segmento pyme en Argentina.

Entre las propuestas que habitualmente se discuten se encuentran las siguientes,

- Profundización de los sectores financieros y mayor bancarización, para estimular la competencia, y reducir la morosidad del sector, programas de asesoría y capacitación de gestión financiera y asistencia técnica a banca comercial (por ejemplo tecnologías de “credit scoring”).
- Programas de mejora en los marcos legislativos y en las instituciones jurídicas, para facilitar la recuperación más eficaz de morosos.
- Asistencia técnica para la mejora de los marcos y de las instituciones relacionadas con productos financieros alternativos al crédito tradicional como el leasing, el factoraje y el capital de riesgo.
- Inversiones preferenciales en bancos y compañías de arrendamiento financiero a cambio de una inversión en plataformas tecnológicas apropiadas a las Pymes y un monto mínimo de crédito al segmento;
- Apoyo al establecimiento de programas de garantías de crédito que incorporen las mejores prácticas regionales e internacionales, siempre y cuando se mejora el entorno institucional (administración y justicia) y político.

Los bancos debieran repensar sus procedimientos de otorgamiento de crédito pero para ello es necesario que operen en un mercado competitivo, que existan más opciones de crédito realmente accesibles para pymes, y entre estas opciones cabe destacarse el largo camino a recorrer en el mercado de capitales.

Se requiere de un esquema que complemente a la tradicional evaluación estática de EECC más ratios, esquema que en mi opinión no alcanza para superar el problema de asimetría. Un sistema de alerta similar a los muchos modelos conocidos, pero adaptado a la realidad de cada sector de la economía de nuestro país, es un elemento que considero puede aportar, aunque siempre dentro de un esquema estático y con las limitaciones que esto implica.

En relación a la estructura de financiamiento adecuada para una pyme, es importante considerar y definir con claridad la necesidad operativa de fondos (cuestión de funcionamiento) y el fondo de maniobra (cuestión de planteamiento) de la empresa, y esto es fundamentalmente importante en los primeros años de vida de una compañía, momento en que estadísticamente mayor cantidad de emprendimientos dejan de existir.

Dada la dificultad de verificar esta viabilidad empresarial, la misma debería poder ser explicada por la empresa y entendida por quien evalúa financiarla. Si quién financia es el mismo empresario (a través del capital propio), lo debe hacer porque considera que su empresa le devolverá el dinero invertido más el rendimiento esperado. Si quién financia es un tercero (pasivos de una empresa), lo debe hacer porque considera que la empresa le devolverá el dinero del préstamo más los intereses convenidos, o bien le pagará por los servicios o mercaderías vendidas al precio pactado.

Para ello debe establecerse un mecanismo de comunicación y transmisión del real estado de una empresa o proyecto que permita sortear el obstáculo que presenta la asimetría de información. Es poco lo que podemos hacer si no salimos de un escenario de total incertidumbre, sin embargo, dado que a nivel de flujo de información no es todo blanco o negro, luego la información no es sólo simétrica o asimétrica. Existen por lo tanto diversos grados de asimetría de información en función al nivel de transparencia y comunicabilidad de los sucesos de una empresa o los pasos de un proyecto de inversión, y esto debe poder esquematizarse en un sistema de calificación para pymes, el cual se apoyará en la necesidad y deseo de los empresarios de ser calificados para acceder a mejores condiciones de financiamiento. Sin embargo cualquier sistema de calificación, para ser efectivo, no debe implicar un costo que genere inviabilidad de las tasas de los créditos, dado que irremediamente cualquier prestamista necesitará trasladar este costo en los préstamos financieros que otorga.

Los sistemas de garantía pueden proveer un adecuado canal de comunicación y consecuente vehículo hacia una mayor transaccionalidad entre empresas y bancos, lo cual reduciría la asimetría informativa y el consecuente racionamiento del crédito al que son sometidas las empresas de menor tamaño.

## **Objetivos e hipótesis**

### **Objetivo General**

Proponer una solución, al menos parcial, al racionamiento de crédito aplicable en Argentina para el segmento de empresas pyme. Para ello analizo en profundidad el esquema de sociedades de garantías recíprocas, y elaboro una serie de propuestas para favorecer una mayor conexión entre las distintas entidades que participan del mercado de crédito argentino.

### **Objetivos Particulares**

#### **1) Verificar el problema de racionamiento de crédito en empresas argentinas y sus causas**

##### **Hipótesis I**

Un porcentaje bajo de empresas pyme está en condiciones de ofrecer la información y las garantías que el sistema financiero local requiere para el otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo

##### **Hipótesis II**

Los factores contextuales (institucionales y de política económica) no estimulan a las entidades financieras a cumplir con su rol crediticio respecto de las pymes.

#### **2) Analizar la aplicabilidad de las teorías de financiamiento en pymes argentinas**

##### **Hipótesis III**

Las teorías desarrolladas no aplican en forma general para el segmento de empresa pyme cerradas.

##### **Hipótesis IV**

La heterogeneidad del segmento deriva en muy variadas estructuras de financiamiento.

##### **Hipótesis V**

En las pymes argentinas existe una importante presencia de aversión al crédito bancario y preferencia por la autofinanciación a través de la retención de utilidades.

#### **3) Evaluar modelos de análisis de riesgo y esquemas de calificación de empresas pyme**

##### **Hipótesis VI**

Los modelos predictivos de insolvencia y esquemas de análisis de riesgo brindan información estática para la toma de decisiones

### **Hipótesis VII**

Se pueden elaborar esquemas simples de análisis de riesgo que pueden ayudar a detectar, pero no asegurar, situaciones que exponen riesgo de insolvencia futura

### **Hipótesis VIII**

La base de conocimiento sectorial y/o regional es el paso inicial necesario para poder elaborar a futuro un esquema nacional de calificación de empresas pyme.

## **4) Analizar sistemas de garantía y programas de apoyo a pymes aplicados en el mundo**

### **Hipótesis IX**

Los sistemas disponibles actualmente, tal como están planteados en sus respectivos países, no son exactamente replicables dado que no se ajustan a la realidad de la Argentina.

## **Aporte a realizar**

A lo largo del presente trabajo se exponen algunas propuestas que pueden ayudar a mejorar el estado actual de situación en relación al problema de la asimetría de información en las pymes, y como esto repercute en el racionamiento de crédito al que es sometido este segmento de empresas.

La segmentación del mercado y el racionamiento crediticio hacia ciertos sectores y actores económicos es una falla del mercado que es observable en muchos mercados. En muchos países desarrollados, se han creado una gran variedad de programas públicos y privados para atender a estos sectores perjudicados, y es uno de los objetivos del trabajo hacer una revisión de aquellos modelos que pueden adaptarse a la realidad de nuestro país.

Demasiado se ha escrito acerca de las dificultades de un empresario pyme para acceder al crédito y propuestas de solución para ello. Sin embargo al tratarse de un segmento de empresas heterogéneas, lo que aplica en algunos casos no aplica en otros.

Reducir el problema del racionamiento de crédito que sufren las pymes en La Argentina no es una tarea sencilla sino todo lo contrario. Esta tesis doctoral no pretende aportar ideas generales con un sentido de receta universal, pero si aportar elementos y herramientas particulares, que, bajo ciertas circunstancias y contextos, pueden mejorar sensiblemente la situación específica de las empresas que las apliquen.

Desde luego, la aplicabilidad de alguna de las propuestas que se formulan a lo largo de este trabajo, dependen en gran medida de cambios estructurales en diversas instituciones de nuestro país, ya que sin dichos

cambios es altamente improbable la efectividad de las acciones sugeridas por los modelos propuestos.

En este trabajo no procuramos distinguir que teorías son aptas y cuáles no para tratar el tema de la asimetría de información. La experiencia que arrojan los trabajos de campo no tiene la suficiente fuerza para producir una falsación al estilo Karl Popper y su racionalismo crítico (1991). Las conclusiones de este trabajo son relativas, pues a la luz de nuevos avances en otras investigaciones sobre el tema de estudio, será posible perfeccionar las propuestas y conclusiones aquí presentadas.

## **Metodología**

El diseño de una investigación se apoya en la trilogía “teoría, objetivo de la investigación y metodología a utilizar”. La articulación de estos tres elementos es la clave del éxito del proyecto.

El marco teórico del trabajo se apoya en teorías desarrolladas alrededor del tema de asimetría de información comparando trabajos y opiniones de profesionales del campo de la economía y de las finanzas. No forma parte de los objetivos del trabajo ratificar ni refutar las teorías y opiniones expuestas por los autores seleccionados.

Tomando como base este marco teórico y la experiencia en el mundo pyme, se formulan una serie de hipótesis, para luego, agregando investigación empírica a través de diversos trabajos de campo, poder confirmar o rechazar las hipótesis y dar lugar a las conclusiones.

Durante la última década he realizado los principales trabajos de campo que permiten reforzar algunas hipótesis de trabajo, en especial todo lo referente a la estructura de financiación de las empresas.

Además de trabajar en el desarrollo de una de las primeras SGR que operaron en la Argentina, desde hace algunos años interactúo como estructurador externo de varias SGR abiertas que monetizan sus operaciones tanto en mercado de capitales como en el mercado financiero. Esto me ha permitido evaluar, con casos reales, la viabilidad de acceso a diversos tipos de avales, y a posteriori la capacidad de monetización a través de líneas de crédito de dichos avales.

Como métodos de investigación en este trabajo predominan los empíricos por sobre los lógicos, buscando la percepción directa del objeto de investigación y del problema. De todas formas se aplica el método hipotético deductivo ya que se parte de hipótesis como consecuencia de inferencias del conjunto de datos empíricos recolectados.

En el mundo de lo empírico, como investigador y conocedor del problema objeto del trabajo, procuro realizar el estudio sin alterar las



condiciones naturales. Sin embargo se complementa la observación con experimentación, que implica una alteración controlada de las condiciones naturales.

Para llevar adelante la experimentación y trabajar sobre lo empírico se utilizan como fuentes de información primaria y secundaria, vale decir que se trabaja con investigación cualitativa a través de la observación directa, y con investigación cuantitativa a través de datos estadísticos generados por terceros.

Como pasos necesarios, se determinan las variables a analizar en diferentes casos, luego se analizan las mismas para poder extraer las conclusiones que permitan generar las hipótesis sobre las se basan los objetivos del trabajo.

Como fuente primaria se incluyen:

- entrevistas directas con empresarios, empleados y proveedores de pymes, obtenidas a través de visitas a empresas de todo el país desde el año 1993 en adelante, los cuales incluyen informes y análisis de más de quinientas empresas pyme de diversos segmentos de negocios de la Argentina, con predominancia de pymes metalmeccánicas<sup>1</sup>;
- trabajo de campo desarrollado en el período 2005-2009 sobre una muestra de 115 empresas de la cadena de valor metalmeccánica;
- cuestionario resumen de diagnóstico financiero sobre una muestra actualizada años 2009-2010 de veinte empresas pyme de diversos segmentos de la economía;
- muestra de 140 casos de empresas con procesos judiciales y extrajudiciales;
- entrevistas y encuestas a informantes clave provenientes del segmento empresario, mercado de capitales, bancos y de sociedades de garantías recíprocas;
- trabajos propios de investigación sobre la problemática del financiamiento pyme (trabajos presentados en los años 1997 y 2000 respectivamente);
- mi actividad y desarrollo profesional juntos a pymes, bancos, mercado de capitales y varias sociedades de garantía recíprocas.

Entre las entrevistas, encuestas e intercambio de información con informantes clave, deseo destacar el aporte de Ignacio Jardon Schinelli, Anahí Briozzo, José Lentini, Hernán Marín y Adrian Bogliolo.

Como fuente secundaria se utilizan investigaciones y datos estadísticos provenientes de las siguientes entidades:

---

<sup>1</sup> Formando parte de la cadena de valor metalmeccánica se incluyen aquellas empresas que en sus diversas etapas del proceso productivo utilizan productos siderúrgicos, y a empresas que son proveedores o clientes de estas firmas. A lo largo del trabajo se mencionan indistintamente empresas de la cadena de valor metalmeccánica y/o de la cadena siderometalúrgica.

- Fundación Observatorio Pyme
- Cepal
- Fiel
- SBA (Small Business Administration EEUU)
- CESGAR y CERSA (España)
- Sepyme Argentina
- Universidades nacionales y extranjeras
- Trabajos de diversos autores argentinos y extranjeros

Por lo expuesto, en general, las fuentes de investigación son tanto nacionales como internacionales, considerando principalmente autores y trabajos de la Administración, la Economía y las Finanzas.

Con el propósito de confirmar o rechazar las hipótesis planteadas, se han realizado diversos trabajos de campo y entrevistas a informantes clave. Los estudios de campo se han realizado a través de un muestreo probabilístico estratificado por sector industrial, cantidad de personal ocupado y facturación anual.

El muestreo estratificado puede utilizarse cuando se conocen ciertas características del universo y a partir de esto se agrupa a los componentes por unidades homogéneas entre sí. Dentro de cada uno de estos estratos se hace luego una selección al azar.

Parte de las muestras se extrajeron de la base de datos de empresas de la cadena valor siderometalúrgica seleccionado por el Programa Propymes de la Organización Techint para la elaboración de programas de asistencia a nivel financiero, comercial, industrial e institucional.

Los principales trabajos de campo se basan fundamentalmente en datos recogidos mediante encuestas durante los años 2005 al 2009, luego durante el año 2009 y durante el presente año 2010 se agregan algunos casos dentro del mismo segmento de empresas.

Para llevar adelante la investigación de las proposiciones citadas precedentemente y de las hipótesis alternativas que las confrontan, se seleccionaron diferentes áreas de trabajo, que se materializan a través de los siguientes tópicos aplicables al segmento pyme:

- Esquemas de diagnóstico empresarial preliminar, de sus procedimientos de gestión y sus sistemas de información;
- Modelos de análisis de riesgo y sistemas de calificación de empresas;
- Accesibilidad a los mercados financieros a través de las SGR;
- Revisión del funcionamiento del sistema financiero argentino, lo que incluye el análisis de mecanismos de scoring de empresas, impacto normas de previsionamiento, encajes bancarios y estrategia de negocios de las entidades financieras y su impacto en la disponibilidad de crédito;

- Desarrollo a nivel nacional de un sistema ampliado de SGR.

## **Estructura de la tesis**

La estructura de esta tesis consta de seis capítulos, a lo que se agregan las reflexiones y conclusión final más los anexos. A continuación realizo una breve descripción del contenido de cada uno de ellos.

### **Capítulo 1**

#### **Asimetría de información y su impacto en pymes - Introducción**

En este capítulo inicial se realiza una introducción al problema de la asimetría de información y el consecuente racionamiento del crédito.

### **Capítulo 2**

#### **Marco Teórico**

En este segundo capítulo se desarrolla el marco que brinda sustento teórico a la tesis doctoral. Se exponen muy resumidamente los trabajos realizados por diversos autores acerca de la Información Asimétrica y Racionamiento de Crédito, y se abordan teorías y temas relacionados como ser el de los contratos financieros, el de los sistemas de información contable, la teoría de la Agencia, diversas teorías y modelos que tratan el tema de la estructura de capital de las firmas (principalmente trade off y orden de preferencia o teoría del pecking order) y el enfoque de señales.

### **Capítulo 3**

#### **El problema de racionamiento de crédito en empresas argentinas y sus causas**

En este capítulo se evalúa el problema del racionamiento del crédito en empresas pyme argentinas y sus causas, lo cual implica analizar algunas de las principales variables explicativas del racionamiento de crédito que padecen las empresas pyme en la Argentina, tanto desde el punto de vista de la oferta (básicamente bancos) como de la demanda del crédito (empresas pyme argentinas).

### **Capítulo 4**

#### **Aplicabilidad de las teorías de financiamiento en pymes argentinas**

El objetivo del capítulo es abordar un breve análisis comparativo principalmente de las teorías que existen en relación a las decisiones de estructura de capital y de financiamiento de activos en general. Además de evaluar la capacidad explicativa de la Teoría estática o del Trade Off y de la Teoría de la Jerarquía Financiera o Pecking Order, se presentan análisis de impacto de situaciones de crisis, influencia del sector industrial y el Modelo del Ciclo de Crecimiento Financiero.

Se introducen los resultados de los trabajos de campo y de las pruebas estadísticas que fueron utilizados para aceptar o rechazar parte de las hipótesis propuestas.

## **Capítulo 5**

### **Esquemas de análisis de riesgo y propuesta de esquema simplificado para calificación de empresas pyme**

Aquí se analiza la viabilidad de un esquema simple de análisis de riesgo aplicable en Argentina para el segmento pyme, en la búsqueda de un mejor discernimiento entre empresas y proyectos viables de aquellos que no lo son.

Para ello se desarrollan resumidamente diferentes esquemas de evaluación de riesgo crediticio, y también modelos predictivos de situaciones de insolvencia empresarial.

Se agrega un modelo simple de scoring para alerta de crisis empresarias y una propuesta de calificación para pymes.

## **Capítulo 6**

### **Análisis de sistemas de garantía y programas de apoyo a pymes aplicados en el mundo**

En este capítulo se describen diversos sistemas de garantías y programas de apoyo a pymes utilizados en distintos países con el objeto de detectar aquellos que han tenido éxito y evaluar su aplicabilidad en la Argentina. Dado el objetivo general del trabajo, el foco se centra en los programas y esquemas de garantía.

Considerando la plataforma de país que ofrece la Argentina, y las herramientas actualmente disponibles, se analiza con más profundidad el esquema de SGR.

## **Reflexiones y Conclusión Final**

En el final se presentan las principales conclusiones del presente trabajo de tesis doctoral así como las recomendaciones sugeridas a partir de las experiencias vividas en el desarrollo de la misma.

# Capítulo 1

## Asimetría de información y su impacto en pymes - Introducción

En el presente capítulo se incluyen los antecedentes de los problemas que genera la asimetría de información en el segmento de empresas pyme, definiciones y conceptos básicos, los objetivos y aportes a realizar en la presente tesis con sus respectivas hipótesis de trabajo y un resumen de la metodología utilizada.

### 1.1) Antecedentes

Las pequeñas y medianas empresas y sus diversas problemáticas forman parte de la actividad laboral y/o profesional de la mayor parte de la población de un país, y si bien es un tema que cuenta con un importante número de investigaciones realizadas, ofrece una dinámica que exige la permanente reevaluación de las teorías y prácticas aceptadas.

Dentro del mundo pyme se pueden observar realidades y formas de administrar muy diversas, vale decir desde aquellas empresas que se manejan como verdaderas empresas, manteniendo una adecuada separación entre los roles y flujos económicos del negocio y roles y flujos económicos de la familia, hasta empresas que confunden el verdadero concepto de una empresa familiar<sup>2</sup> y entremezclan temas familiares y negocio a través de una confusión permanente de flujos económicos y confusión de lazos de afecto con lazos contractuales<sup>3</sup>.

En este trabajo de tesis doctoral se analizan los problemas que genera la asimetría de información, y si bien se abordan temas y aspectos que afectan la gestión en general, el énfasis está puesto en el campo de las finanzas.

Si bien es frecuente observar proyectos pyme que nacen más por necesidades o situaciones particulares de sus iniciadores y carecen de un plan de negocios, y que vale decir, son inviables económicamente desde su inicio,

---

<sup>2</sup> Una empresa familiar es aquella empresa en la que el capital y, en su caso, la gestión y/o el gobierno están en manos de una o más familias, que tienen la capacidad de ejercer sobre ella una influencia suficiente para controlarla, y cuya visión estratégica incluye el propósito de darle continuidad en manos de la siguiente generación familiar. La Asamblea General GEEF (European Group of Owner Managed and Family Enterprises - Groupement Européen des Entreprises Familiales), celebrada en marzo de 2008, ha consensuado el siguiente concepto de empresa familiar: "Una compañía, tenga el tamaño que tenga, es empresa familiar si: 1. La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía, o son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo (s) o herederos directos del hijo(s). 2. La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta. 3. Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía. 4. A las compañías cotizadas se les aplica la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.

<sup>3</sup> Los lazos de afecto son propios de la familia y los lazos contractuales son propios de la empresa. Cada una de estas dos instituciones (familia y empresa) tienen definidos sus propios valores y características como pilares de su éxito. Por su parte, la familia encontrará en la unidad, el compromiso y el afecto, características que la harán mucho más fuerte, mientras que la empresa encontrará en la competitividad, la eficacia y el logro de resultados, aspectos que fortalecen su crecimiento.

hay numerosos casos en que proyectos viables no prosperan por un inadecuado planteamiento de la estructura de financiación de la empresa.

Aunque los aspectos específicos de la función financiera varían de acuerdo con la naturaleza de cada organización, las funciones financieras básicas son la inversión, el financiamiento y las decisiones sobre dividendos y/o retiros a los accionistas de una organización. Luego, el objetivo de la función financiera es apuntalar la rentabilidad de la firma, buscando maximizar el valor de la organización, pero sin descuidar el equilibrio necesario que debe tener una empresa a través del cumplimiento de sus políticas de liquidez.

Y dentro de la función financiera básica del financiamiento, la temática de la accesibilidad de las pymes a líneas de mediano y largo plazo siempre ha sido motivo de preocupación profesional<sup>4</sup>.

Se estima que en la actualidad existen en nuestro país alrededor de un millón de empresas que corresponden al segmento de las Pymes, y representan cerca del 98% del total de empresas del país. Las Pymes no son una “réplica de menor tamaño” respecto de las empresas más grandes, sino que conforman un segmento de empresas altamente heterogéneo. Resulta asimismo importante remarcar que las Pymes no conforman un sector económico *per se*, sino que configuran un segmento de empresas que poseen un determinado tamaño relativo y que actúan de manera transversal a la totalidad de los sectores de la economía argentina.

Como consecuencia de lo expuesto, es que las políticas y/o programas de asistencia económica, comercial, financiera o de cualquier otra índole que se diseñen con el objetivo de favorecer a las empresas del mundo pyme pueden impactar de manera disímil en las mismas, según sea el sector económico en el cual se desenvuelva la PYME bajo análisis y sus características particulares.

Según informe del Observatorio Pyme (2004), la localización geográfica de las Pymes industriales argentinas se encuentra altamente concentrada en los principales centros urbanos de la Nación. Se estima que más del 85% de este tipo de establecimientos se ubica en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y Mendoza.

En general, el tamaño y crecimiento, pueden ser consideradas dos de las variables clave que permiten tener viabilidad y rentabilidad a las empresas. En los años recientes una nueva corriente de investigación se ha enfocado en la existencia de una conexión directa entre la dinámica tamaño-crecimiento con respecto a su situación financiera e indirecta con la existencia de restricciones financieras (Bottazzi, 2007).

El tamaño de la firma, en términos de ventas, posición en el mercado, capacidad de producción, y su estadística de crecimiento, pueden ser

---

<sup>4</sup> En los casos del segmento pyme en que me ha tocado participar directa o indirectamente, el resultado, o sea el acceso concreto y en condiciones adecuadas a líneas de crédito que permitan financiar inversiones de largo plazo, ha sido claramente insatisfactorio.

considerados como parámetros importantes a la hora de evaluar el desempeño pasado y sus expectativas futuras, por una serie de razones. En primer lugar sin ganancias no existe actividad económica que resulte sostenible. Adicionalmente, debido al nivel de costos fijos, aunque fueran mínimos, que implícitamente están presentes en cualquier actividad económica, el costo total unitario tiende a ser mayor en empresas pequeñas, al menos hasta cierto nivel de actividad, y por lo tanto es natural que las empresas procuren crecer en volumen y participación en el mercado.

En el mundo actual, a excepción de numerosos microemprendimientos, no compiten las empresas en forma individual, sino que lo hacen sistemas que involucran a todos los sectores de una cadena de valor. Las organizaciones se encuentran vinculadas o enlazadas a proveedores de todo tipo y a los sistemas educacional, de transportes, energético y financiero, entre otros. Las consideraciones expuestas no implican una generalización de características. Cada empresa tiene fortalezas y debilidades particulares que la diferencian del resto de empresas del segmento pyme.

La teoría contractual sobre la naturaleza de las empresas se ha convertido en una teoría ampliamente desarrollada y apoyada por muchos autores. Considera a la empresa como una red de contratos, reales e implícitos, los cuales especifican los papeles que deben desempeñar los diversos integrantes de las mismas, a saber, trabajadores, administradores, propietarios, proveedores diversos y prestamistas. Luego definen sus derechos y obligaciones, así como la rentabilidad y productos que deben generarse bajo distintas condiciones. La mayoría de los participantes celebran contratos que determinan una rentabilidad fija, mientras que los propietarios de la empresa se reservan el derecho sobre las utilidades, si las hubiere. Aunque los contratos definen derechos y responsabilidades de cada uno de los integrantes de la empresa y definen relaciones entre la empresa y terceras empresas, pueden presentarse algunos conflictos dada la diversidad de intereses y la diferente información con que cuenta cada una de las partes involucradas.

Y entre los numerosos contratos que conforman el tejido o red de obligaciones y derechos de una empresa, la mayoría enfrenta el problema de la asimetría de información, y sin dudas aquellos que tengan que ver con el financiamiento se encuentran entre los más afectados.

La estructura de financiamiento de una empresa es un tema ampliamente desarrollado por diversas teorías, pese a lo cual no contamos aún con la solución en relación a la optimización de la misma. Este tema es clave para el desarrollo de la presente tesis doctoral y será desarrollado tanto en el marco teórico como analizado a través de los trabajos de campo.

Las condiciones de acceso al crédito para las Pymes son poco competitivas en todos los países de la región. La oferta de crédito a Pymes se caracteriza por altas tasas, plazos cortos y exigencias elevadas de garantías. La severidad de estas condiciones suele justificarse por la morosidad del sector Pymes, que es mayor que la de las grandes empresas. Sin embargo, la percepción de riesgo de la banca es aún mayor a la que podría justificarse por

la morosidad del sector. Todo ello supone un freno a la inversión de las empresas y por lo tanto un freno al crecimiento económico, del empleo y el bienestar en general.

Los sistemas de garantía pretenden favorecer el acceso de las mipymes al crédito facilitando una garantía parcial o total de la devolución del principal e intereses del prestatario, asumiendo así una parte del riesgo en que incurren las instituciones financieras en su actividad crediticia.

La justificación de la intervención del sector público a través de los sistemas de garantía se encuentra en la necesidad de superar el racionamiento del crédito a que se encuentran sometidas las pequeñas empresas por el sistema financiero. Este racionamiento es debido a las asimetrías de información y a que resulta más costoso procesar operaciones de crédito de menor tamaño, como también lo es el hacer cumplir los contratos de crédito.

## **1.2) Definiciones previas**

### **Asimetría de información**

La asimetría de información se da cuando una parte tiene mejor información (mayor cantidad y más confiable) que la otra.

La información asimétrica en los mercados financieros puede derivar en tres tipos de situaciones según cada caso que se presenta: selección adversa, riesgo moral o ético y costos de monitoreo.

Se dice que un acreedor padece selección adversa cuando no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo al momento de asignar el crédito. En este contexto los empresarios con proyectos de más riesgo encuentran conveniente ocultar la verdadera naturaleza del proyecto, explotando así la desinformación relativa del acreedor.

Por riesgo moral o ético se entiende la habilidad del deudor para aplicar los fondos a un uso distinto al acordado con el acreedor, amparado en la información y control parciales con que cuenta éste último.

Los costos de monitoreo se vinculan a una acción oculta por parte del deudor, en este caso aprovechando su superioridad informativa para declarar ganancias inferiores a las reales. El acreedor se verá obligado a monitorear al deudor cada vez que este declare que no puede pagar la deuda en su totalidad.

La selección adversa aparece antes de que el acreedor desembolse el crédito, en contraste con el riesgo ético y los costos de monitoreo, en los cuales el problema tiene lugar después de concedida la financiación. En la selección adversa y en los costos de monitoreo se supone que los deudores han escogido de antemano el proyecto, mientras que en el caso de riesgo ético



tienen el poder de optar por el proyecto que consideren más beneficioso una vez en posesión del crédito.

## **Racionamiento de crédito**

El concepto de la economía y la banca de racionamiento del crédito describen la situación cuando el sistema financiero limita la oferta de préstamos, aún en contextos de existencia de fondos suficientes para hacer frente a los requerimientos de financiaciones.

La literatura sobre el racionamiento del crédito es susceptible de ser dividida en dos grandes grupos: aquella basada en la existencia de imperfecciones en el mercado de préstamos y la más reciente que parte de la existencia de información imperfecta.

Como señalan Jaffee y Stiglitz (1990), hay diferentes tipos de racionamiento dependiendo de cómo es definido el exceso de demanda (o si el exceso de demanda es continuo o temporal) y de los factores que motivan que los tipos de interés no ajusten el mercado. Dado el número de variantes posibles, las definiciones de racionamiento del crédito han sido, a menudo, fuente de confusión en la literatura. Es por ello que estos autores distinguen cuatro definiciones de racionamiento, como las más comúnmente utilizadas.

### **a) Racionamiento vía tipo de interés.**

Se produce esta situación cuando un prestatario no obtiene el volumen de crédito que solicita al tipo de interés corriente porque el banco aplica una tarifa más elevada conforme sea mayor la cantidad de crédito demandada.

b) Racionamiento por discrepancia de criterios: Este fenómeno se produce cuando prestamistas y prestatarios no valoran de igual forma el riesgo que incorpora un contrato de préstamo asociado a una determinada actividad, de modo que el tipo de interés máximo al que están dispuestos a tomar prestado los prestatarios, es inferior al tipo de interés mínimo al que está dispuesto a prestar el banco.

c) Racionamiento por falta de rentabilidad (*redlining*): En esta situación, una vez que el banco clasifica al cliente de acuerdo con el riesgo que entraña operar con él decide no conceder el préstamo si no cubre los costos en los que incurre, incluida la prima de riesgo, más la rentabilidad media de la banca.

d) Racionamiento puro: En esta situación los bancos son incapaces de distinguir unos prestatarios de otros, de tal forma que deciden no atender el total de la demanda efectiva de crédito al objeto de que no descienda su rendimiento esperado. La causa que da origen a este tipo de racionamiento es la incapacidad para distinguir la calidad de los clientes entre sujetos observacionalmente equivalentes. Este tipo de racionamiento viene asociado a la existencia de información asimétrica.

## **Estructura de capital y Estructura de Financiamiento**

La estructura de financiamiento se refiere a la totalidad de medios utilizados para financiar los activos de una empresa. Este concepto muchas veces se confunde con estructura de capital, que incluye solo los pasivos a largo plazo (incluyendo como pasivo a largo plazo al capital propio o patrimonio neto). Otra definición de estructura de capital incluye al patrimonio neto y a todos los pasivos financieros, es decir que también incluye a los pasivos financieros de corto plazo.

Dado que el trabajo trata el tema del financiamiento pyme, y considerando la dificultad de acceso a fondos de largo plazo, el pasivo de corto plazo, con o sin esquema revolving, se torna fundamental para el funcionamiento operativo de las empresas. Resulta difícil separar las decisiones de financiamiento de las necesidades operativas de fondos y las decisiones de estructura de capital de largo plazo, y por tal motivo en el presente trabajo se trabajara sobre la base de la estructura de financiamiento en general (todos los activos y todos los pasivos) y no solo de la estructura de capital.

## **Pymes**

Las pequeñas y medianas empresas (conocidas también por el acrónimo Pymes) son empresas con características distintivas, y tienen dimensiones con ciertos límites ocupacionales y financieros prefijados por los Estados o Regiones. Son agentes con lógicas, culturas, intereses y un espíritu emprendedor específicos. Usualmente se ha visto también el término MIPyMEs (acrónimo de "micro, pequeñas y medianas empresas"), que es una expansión del término original, en donde se incluye a la microempresa.

Para Ang (1991) una empresa es clasificada como pyme si posee la mayoría de las siguientes características:

- Los propietarios no disponen de portafolios de inversión diversificados;
- En general no emiten valores negociables en mercados de capitales;
- La responsabilidad de los propietarios es ilimitada;
- La primera generación de propietarios son emprendedores y propensos al riesgo;
- No cuentan con un equipo gerencial completo para dirigir la empresa;
- Las relaciones del personal con los accionistas son menos formales;
- Los esquemas de compensación son flexibles.

Las características expuestas se basan en un trabajo realizado en el Reino Unido, y si bien no son replicables para las pymes de todos los países, permiten ir visualizando ciertos rasgos de este tipo de empresas.

Según Berger y Udell (1998) la más importante característica que define a las pequeñas empresas es la “*informational opacity*” (opacidad de la información). A diferencia de las grandes empresas, en las pequeñas empresas sus contratos no son públicamente conocidos (contratos con la fuerza laboral, con los proveedores y con los clientes). Adicionalmente las pequeñas empresas normalmente no tienen sus acciones cotizando en mercados de capitales, y muchas no cuentan con estados contables auditados que puedan ser expuestos a proveedores de financiamiento externo. Como resultado, a este segmento de empresas se les dificulta desarrollar una reputación positiva en los mercados financieros que les permita con el tiempo ir superando la barrera que genera precisamente su opacidad informacional.

De acuerdo con lo establecido por sucesivas resoluciones o disposiciones, emitidas actualmente por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme y DR) del Ministerio de Industria, se va modificando básicamente el tope de facturación anual para que una empresa pueda seguir siendo considerada Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

Las tres categorías, hasta julio 2010<sup>5</sup>, están reglamentadas por la Disposición 147/2006, para los sectores Agropecuario, Industria y Minería, Comercio, Servicios y Construcción.

Tamaño / Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Microempresa	\$ 456.000	\$ 1.250.000	\$ 1.850.000	\$ 467.500	\$ 480.000
Pequeña	\$ 3.040.000	\$ 7.500.000	\$ 11.100.000	\$ 3.366.000	\$ 3.000.000
Mediana	\$ 18.240.000	\$ 60.000.000	\$ 88.800.000	\$ 22.440.000	\$ 24.000.000

Fuente – Secretaría PYME

## Variables

Entendemos por variable a cada uno de los rasgos o características de los elementos de una población y que varían de un individuo a otro, de una empresa a otra (salario, nivel de ventas, número de empleados, color de ojos, sexo, número de hijos). Las variables pueden corresponder a cuatro niveles de medición:

<sup>5</sup> Según Resolución 21/2010 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional - Modificación de la Resolución N° 24/01 en relación con la determinación del valor de las ventas anuales (del 10-8-2010):

TAMAÑO	SECTOR				
	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro Empresa	610.000	1.800.000	2.400.000	590.000	760.000
Pequeña Empresa	4.100.000	10.300.000	14.000.000	4.300.000	4.800.000
Mediana Empresa	24.100.000	82.200.000	111.900.000	28.300.000	37.700.000

1) Nominal: hace referencia a datos que sólo pueden clasificarse en categorías; existen sólo conteos; no existe orden particular para los grupos. Ejemplo: color de ojos.

2) Ordinal: corresponde a aquellos datos que se pueden agrupar en categorías y ordenarlas según algún tipo de graduación. Ejemplo; nivel de dolor, nivel de preferencia.

3) de Intervalo: incluye todas las características de la escala ordinal, pero además la distancia entre valores es constante pues los valores que toma este tipo de variables corresponde al orden de los números naturales. Ejemplo: número de hijos.

4) de Razón: tiene las características de la escala de intervalo, pero se agrega un punto cero absoluto tal que significa ausencia del atributo y la razón o cociente de dos números es significativo pudiéndose aplicarles todo tipo de instrumental matemático. Ejemplo: ingreso familiar.

#### - Tipos de Variables

Las variables pueden ser cualitativas o cuantitativas. Generalmente se utiliza el término “modalidad” cuando hablamos de caracteres cualitativos y el término “valor” cuando estudiamos caracteres cuantitativos. Una variable no es sino el conjunto de las distintas modalidades o valores que toma un carácter.

Variables cualitativas (o categóricas): aquellas que no aparecen en forma numérica, sino como categorías o atributos (sexo, profesión, color de ojos). Las variables cualitativas sólo pueden ser nominales u ordinales.

Variables cuantitativas: las que pueden expresarse numéricamente (temperatura, salario, número de goles en un partido). Se pueden cuantificar los resultados experimentales por medio de instrumentos adoptando unidades de medida para valorar los diferentes resultados. Variables cuantitativas según el tipo de valores que pueda tomar pueden ser discretas o continuas.

Variables discretas: son el resultado de contar y sólo toman valores enteros (número de hijos).

Variables continuas: son el resultado de medir, y pueden contener decimales (temperatura, peso, altura). Se pueden subdividir a voluntad. Pueden tomar, entonces, cualquier valor de un determinado intervalo.

#### - Diferencias entre investigación cuantitativa y cualitativa

La investigación cuantitativa es aquella en la que se recogen y analizan datos cuantitativos sobre variables.

La investigación cualitativa evita la cuantificación. Los investigadores cualitativos hacen registros narrativos de los fenómenos que son estudiados

mediante técnicas como la observación participante y las entrevistas no estructuradas.

La diferencia fundamental entre ambas metodologías es que la cuantitativa estudia la asociación o relación entre variables cuantificadas y la cualitativa lo hace en contextos estructurales y situacionales.

La investigación cualitativa trata de identificar la naturaleza profunda de las realidades, su sistema de relaciones, su estructura dinámica; mientras que la investigación cuantitativa trata de determinar la fuerza de asociación o correlación entre variables, la generalización y objetivación de los resultados a través de una muestra para hacer inferencia a una población de la cual toda muestra procede. Tras el estudio de la asociación o correlación pretende, a su vez, hacer inferencia causal que explique por qué las cosas suceden o no de una forma determinada.

#### **- Ventajas y desventajas de los Métodos de Investigación Cuantitativa y Cualitativa y su uso en el Análisis de Información**

Las investigaciones a realizar para desarrollar un Análisis de Información, pueden estar basadas en uno de estos métodos de investigación, pero la utilización de uno u otro está sujeta a ciertas ventajas o desventajas implícitas tanto en un método como en otro.

Los métodos cuantitativos son débiles en términos de validez interna, pues casi nunca sabemos si miden lo que quieren medir, pero a su vez resultan bastante fuertes en validez externa; lo que encuentran es generalizable al conjunto de una población. En este caso, para los métodos cualitativos sucede todo lo contrario, son muy precisos en la información obtenida basándose en lo que se buscaba, pero carecen de validez externa.

Una limitación de los métodos cualitativos es su dificultad para generalizar y entregar datos mensurables. La investigación cuantitativa con el test de hipótesis no sólo permite eliminar el papel del azar para descartar o rechazar una hipótesis, sino que permite cuantificar la relevancia de un fenómeno.

Una desventaja que ofrece la Investigación Cuantitativa es que esta se sirve de los sujetos del estudio, pero no saca al máximo toda la información que pudiera necesitar pues sus resultados se basan en los números que arrojen los estudios, sin mediar otros factores. En este caso, la Investigación Cualitativa se comunica con los sujetos y producto de las técnicas que utiliza, como la entrevista y la observación, logra obtener informaciones ocultas en los investigados, como ya se había mencionado. Por otra parte, puede existir un complemento de ambas, donde se logre una fortaleza única en la investigación.

En el caso de la técnica de grupos focales, componente de la Investigación Cualitativa; es necesario ser certeros en la selección del grupo para que no sea ni muy grande ni muy pequeño. Esta es una situación fácilmente resuelta con la utilización de los métodos de investigación

cuantitativa, que uno de sus puntos más fuertes está en seleccionar muestras representativas de una población.

Se plantea también que el método cualitativo es subjetivo, frente al cuantitativo que es objetivo. Pero cabe analizar lo siguiente; lo subjetivo puede ser, lo influido por el juicio humano. Desde este punto de vista, tanto la Investigación Cualitativa como la Cuantitativa, son subjetivas. Esto se aprecia desde el punto de vista de que en un estudio sobre bases cuantitativas, por ejemplo la selección de las variables o de una muestra tiene grandes influencias subjetivas.

Por otro lado, cuando nos referimos a la medición de emociones, sentimientos, etc.; se puede apreciar que varias técnicas psicosométricas y sociométricas, que pertenecen a la Investigación Cualitativa, se ocupan de medir por métodos cuantitativos emociones, sentimientos, actitudes, etc.

También se afirma en varias fuentes que los métodos cualitativos son básicamente exploratorios e inductivos; contra los cuantitativos que son confirmatorios e hipotético-deductivos. Pero cada forma de dato o información, puede ser tan útil tanto para la generación de teorías como para confirmar hechos. Por tanto los métodos cuantitativos no son solamente para responder a determinadas preguntas por medio de un amplio desarrollo de fórmulas y números, como los métodos cualitativos no son solamente para hacerse preguntas en torno a un tema u objeto de estudio y formular hipótesis al respecto.

Pareciera ser que no hay una separación tan amplia entre estos métodos de investigación, sino que se complementan y que irán cada día más uniéndose para el logro de resultados más confiables.

## **Modelos cuantitativos<sup>6</sup>**

Una de las principales funciones de un administrador es resolver problemas. Una de las formas en que un administrador encara estas funciones es a través de modelos o planteamiento de modelos. Esto facilita el análisis y estudio de problemas así como también examinar diferentes alternativas de solución.

La mayoría de los análisis de ciencia de la administración se llevan a cabo utilizando modelos matemáticos. Dentro de los modelos matemáticos existen dos clases principales, los modelos descriptivos y los modelos normativos. Un modelo descriptivo nos sirve para representar una relación pero no nos indica ningún curso de acción. En cambio un modelo normativo (también llamado de optimización) es prescriptivo porque señala el curso de acción que el administrador (o quien esté tomando las decisiones) debe seguir para alcanzar un objetivo determinado.

---

<sup>6</sup> Definiciones según Modelos Cuantitativos para Administración de K Roscoe Davis y P. McKeown (1986)

Los modelos descriptivos nos sirven para pronosticar la conducta de sistemas pero no pueden identificar el mejor de las alternativas o cursos de acción a elegir.

Luego existen varias clasificaciones de modelos. A los efectos de este trabajo me interesa distinguir los modelos estáticos de los modelos dinámicos. Los modelos estáticos se definen en un punto fijo del tiempo y se supone que las condiciones del modelo no cambian para este período específico. Luego un modelo dinámico difiere del estático a partir de que el curso de acción mejor u óptimo se determina examinando períodos múltiples.

Por otro lado la simulación es un proceso de planteamiento de modelos y experimentación que se utiliza para describir y/o analizar un problema determinado.

## **Crédito y Riesgo de Crédito**

Según A. Fortsmann (1960), el crédito puede ser llamado un proceso de tráfico en el cual, debido a seguridades ideales (confianza) y reales (garantías - prenda), se transfiere poder de disposición sobre capital para su explotación por cierto tiempo; si otorgante y tomador del crédito esperan de esta transferencia o de las consecuencias de la misma un beneficio mayor del que hubieran logrado si dicha transferencia no se hubiera efectuado. Este beneficio se mide generalmente por la remuneración a pagar para la transferencia.

También se entiende por crédito el acuerdo mutuo de partes por el que una de ellas (el prestatario) recibe en préstamo de la otra (el prestamista) cierta cantidad de una especie o dinero, la que deberá restituir en el plazo y condiciones establecidas. A cambio de lo recibido el prestatario firma, o emite a favor del prestamista, un instrumento de crédito que formaliza su obligación (la deuda) así como el derecho (el crédito) del acreedor. La palabra crédito alude a la creencia o confianza en el cumplimiento del mutuo. Las principales razones por las que se solicitan los créditos son:

- para cubrir necesidades puntuales de un momento por falta de fondos propios;
- cuando se necesitan importes de mayor magnitud para financiar proyectos de inversión de largo plazo que los accionistas no poseen;
- cuando hay que cubrir necesidades estacionales de fondos propias de la actividad que no justifican incrementos de capitalización que luego permanecerían ociosos.

El riesgo de crédito es la probabilidad de que un prestatario no haga frente en sus debidos momentos o en su totalidad a su obligación de devolver una deuda o préstamo (financiero, comercial o con origen en otro tipo de prestamista / obligacionista).

El impago ocurre cuando el prestatario no puede cumplir con sus obligaciones financieras, como son los pagos de intereses, o principal, a los obligacionistas, proveedores de diversa índole y/o el reembolso de préstamos bancarios. En caso de un impago, los acreedores sufren una pérdida ya que no recibirán los fondos que tenían previsto recibir oportunamente.

El riesgo de crédito está influenciado por los ciclos económicos y también por las circunstancias particulares que afectan a las empresas. El riesgo de crédito suele reducirse durante los períodos de expansión económica, y por el contrario aumenta durante los períodos de recesión dado que se produce una caída de ingresos y beneficios.

El análisis de riesgo crediticio es parte fundamental para el buen desempeño de cualquier entidad económica, es este sentido la idea de desarrollar y establecer metodologías que permitan una buena evaluación del riesgo de crédito se ha convertido en una necesidad que debe superar los diversos obstáculos que se presentan.

En relación a las regulaciones a bancos en la Argentina en función del riesgo crediticio de sus carteras de crédito, existen requisitos de capitales mínimos y normas de provisionamiento por eventuales incobrables.

El concepto de Provisionamiento está ligado con las normas de clasificación de deudores, que tiene como finalidad establecer pautas claras para evaluar la calidad crediticia de los mismos, y evaluar los riesgos de pérdidas de capital y/o intereses, para que las provisiones afectadas a tales contingencias sean las adecuadas. A continuación se puede observar el detalle de la calificación de los deudores:

Cartera comercial	Cartera para consumo o vivienda	Atraso en el pago de la obligación
En situación normal	<b>Situación normal</b>	<b>Hasta 31 días</b>
Con seguimiento especial	<b>Riesgo bajo</b>	<b>Hasta 90 días</b>
Con problemas	<b>Riesgo medio</b>	<b>Hasta 180 días</b>
Con alto riesgo de insolvencia	<b>Riesgo alto</b>	<b>Hasta 1 año</b>
Irrecuperable	<b>Irrecuperable</b>	<b>Más de 1 año</b>

FUENTE: BCRA

## Sistemas de Garantía

El financiamiento por la vía del crédito lleva asociado un riesgo para el acreedor, quien tiene que contar con una serie de respaldos tangibles, que permitan, en un eventual caso de suspensión de pago, la recuperación total o parcial de la deuda. Por tal motivo, las garantías son un elemento fundamental como respaldo del crédito.



Cuando los micro, pequeños y medianos empresarios se enfrentan a un formulario de solicitud de un préstamo financiero, sea cual sea su ámbito territorial, siempre encuentran un "espacio" a cumplimentar que requiere ser completado con "garantías" a ofrecer. Pero esto no es subjetivo o caprichoso: el sistema financiero es el más regulado de los sectores y su actividad inversora se basa en las garantías ya que las Reglas de Basilea establecen su esquema de funcionamiento. Las garantías de los activos de inversión están calificadas y ponderadas, según esas reglas. El valor de la garantía influye significativamente en la cuenta de resultados y en la gestión de las entidades de crédito y financieras.

Generalmente, las micro, pequeñas y medianas empresas son percibidas por las instituciones financieras como agentes de alto riesgo, en su mayoría no cuentan con planes de negocios, estimaciones adecuadas de crecimiento, suficiente infraestructura, fortalezas patrimoniales, además de carecer en algunos casos de formalidad que incentiven al sistema financiero, principalmente el bancario, a considerarlas sujetos de crédito. Todo esto ha llevado a las instituciones financieras a dejar de otorgar créditos a estas empresas, ya que el riesgo y el costo operativo motivaban a la no acreditación y al incremento en la tasa de interés. El riesgo siempre está latente, tanto por condiciones propias de las empresas como por factores del entorno económico.

La realidad indica que las garantías son un bien escaso. Además de que muchos demandantes de créditos no pueden ofrecer una garantía real, en general se aplican parámetros muy estrechos en la clasificación de riesgo con especial énfasis en la garantía. Al mismo tiempo, la tendencia general a conceder crédito a corto plazo absorbe las escasas garantías y estrangula los procesos de crecimiento y expansión de las empresas. Entre los múltiples problemas a que se puede enfrentar una mipyme a la hora de pedir un crédito, la falta de garantías es uno de los más importantes, si no el que más.

Mientras en los países con menor desarrollo económico el problema es el acceso al crédito en sí, en los países con mayor nivel de desarrollo, el hecho de que la empresa disponga de un crédito bancario no impide que se constate una limitación en su acceso a la financiación ya por el insuficiente volumen de créditos como por las condiciones poco satisfactorias a que se ve sometida en cuanto a tipos de interés y plazos. Los sistemas de garantías de crédito para las mipymes son un arma esencial para enmendar dicho problema, tan refrendado y reconocido, ya que, no sólo facilitan el acceso a la financiación sino que, en última instancia, han de lograr condiciones óptimas de tipo de interés y plazo.

Con ambos factores resueltos se lograría el objetivo final: la integración plena de la micro y la pyme en el circuito financiero formal. Es decir, su acceso a un canal institucionalizado de financiación, universal, transparente, intemporal y no discriminado. De cara a la financiación empresarial los sistemas de garantías son una realidad beneficiosa que, en el actual marco globalizado de la economía, mantienen y ven potenciada su existencia. No en vano países como EE.UU., Canadá, algunos de los países de la UE, Turquía, Japón, Corea, Taiwán, etc., basan sus esquemas de apoyo a las micros y pymes en la

intensidad de los recursos y actividades aplicados a sus sistemas de garantías nacionales (Pombo et al, 2001).

Los sistemas de garantía pueden adoptar tres esquemas, que, más allá de todos cumplir con el objeto principal de proveer garantías para las pymes, tienen diferencias que son analizadas en el capítulo dedicado a analizar los distintos modelos aplicados en el mundo.

Estos esquemas son los siguientes:

- Fondos de Garantía
- Programas de Garantía
- Sistemas de sociedades de garantías

Luego el esquema de sistemas de sociedades de garantía presenta las variantes mutualista y corporativa.

En la Argentina, si bien tenemos presencia de un Fondo de Garantía como el FOGABA (Fondos de Garantías Buenos Aires), el esquema general es de sistemas de sociedades de garantía. Estas sociedades son Sociedades de Garantía Recíproca (en adelante SGR), y tienen por objeto otorgar garantías líquidas a sus socios partícipes (Pymes) para mejorar sus condiciones de acceso al crédito, entendido este como credibilidad para el cumplimiento de compromisos u obligaciones.

Esta actividad la pueden realizar a través de la emisión de avales financieros (préstamos), técnicos (cumplimiento de contratos) o mercantiles (ante proveedores o anticipo de clientes) y de cualesquiera de los permitidos por el derecho mediante la celebración de Contratos de Garantía Recíproca. A su vez las SGR pueden brindar a sus socios asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin.

Luego, las SGR u otros sistemas de garantía pueden prever la posibilidad del reafianzamiento, básicamente un esquema similar a los reaseguros que contratan las compañías de seguros.

El reafianzamiento se aplica a los casos de sistemas de garantías consolidados, en los que una pluralidad de entidades de garantía de primer piso se acerca a los límites del apalancamiento autorizado. El reafianzamiento es una alternativa para aumentar las operaciones de estas entidades sin que tengan que recurrir al aumento de capital. Sin embargo, el reafianzamiento también puede aplicarse a fondos de garantías que muestran un desempeño comprobablemente aceptable para, igualmente, aumentar el apalancamiento autorizado de los fondos de garantía

## **Certeza – Riesgo – Incertidumbre**

Frank Knight<sup>7</sup> nos indica que para establecer una distinción entre la incertidumbre susceptible de ser cuantificada y de la otra incertidumbre, donde no sabemos cómo medirla, debemos hablar de riesgo en el primer caso y de incertidumbre (a secas) en el segundo caso. En otras palabras Knight más que dar una definición de riesgo, hace una diferenciación entre lo que considera riesgo y su punto de vista de incertidumbre, en donde el riesgo se relaciona con las probabilidades objetivas y la incertidumbre se relaciona con probabilidades subjetivas. Adicionalmente el autor considera que los distintos observadores de las situaciones, padecen necesariamente de ignorancia, y que esa ignorancia puede ser inherente a la persona ó basada en los hechos.

Mientras para Knight, las proposiciones deben ser categorizadas entre riesgo e incertidumbre, en función de la posibilidad o no de cuantificación, a los efectos del presente trabajo y tomando lo que señalan Messuti-Alvarez-Graffi (1992), es conveniente distinguir claramente entre tres posibles situaciones que pueden presentarse cuando un individuo o una empresa a través de un conjunto de individuos deben tomar una decisión en relación a negocios y/o proyectos futuros:

1) Certeza, que es definida como aquel caso en que quien decide conoce de antemano con exactitud todos los valores de los parámetros que pueden afectar la decisión;

2) Riesgo, que corresponde a la situación en que no se dan las condiciones de certeza, pero a) se tiene conocimiento de todos los futuros estados posibles de la economía, negocios y otros elementos que pueden afectar los valores de los parámetros relevantes en la decisión, y b) se está en condiciones de asignar una probabilidad a la ocurrencia de cada uno de estos estados.

3) Incertidumbre, que se presenta cuando no se da alguna de las condiciones que caracterizan al riesgo, es decir a) no se conocen todos los futuros estados que pueden determinar la decisión y/o b) no se pueden asignar probabilidades a esos estados.

Estrictamente hablando, la situación de certeza no se presenta casi nunca en la realidad. Si bien suele mostrarse como ejemplos de inversiones sin riesgo, las realizadas en Letras del Tesorería o Bonos del Gobierno, aún estas no son ciertas si sus rendimientos se miden en términos reales. En efecto, dichas inversiones ofrecen un rendimiento cierto nominal, pero su rendimiento real es aleatorio por cuanto también lo es la tasa de inflación. Sin embargo se pueden suponer como ciertos los rendimientos que varíen en un rango muy reducido.

“Todos los problemas de decisión, ya sea bajo certeza, riesgo o incertidumbre, tienen varios elementos en común. En todos los casos habrá que considerar un conjunto de alternativas, un criterio que permita ordenar esas alternativas y un método que conduzca a la alternativa óptima. Para resolver este problema de decisión, debe, en primera instancia, determinarse el

---

<sup>7</sup> En su obra Riesgo, Incertidumbre y Beneficio (1964, edición original 1921).

conjunto constituido por todas las alternativas entre las que puede optar el inversor” (Messuti – Alvarez – Graffi, 1992: 149).

## Conceptos de economía de la información

A menor información disponible, mayor será la incertidumbre y el riesgo de tomar decisiones erróneas.

El paradigma neoclásico supuso que los agentes y las empresas tienen información perfecta. Sin embargo, el supuesto de información completa y perfecta es una simplificación útil para fines analíticos, y lo que realmente sucede es que la información es incompleta, se encuentra desigualmente distribuida y el proceso de adquirirla y usarla es costoso.

Los postulados de la economía neoclásica respecto a la información perfecta<sup>8</sup> han sido superados por la evidencia empírica. Para que un banco decida conceder un crédito a una empresa pyme recabará información particular sobre la empresa, el sector económico en el cual se desempeña, evaluará el contexto macroeconómico, y las perspectivas que la empresa brinda respecto a su capacidad de pago.

Cualquier contrato implica una relación al menos bilateral. En los contratos en que una parte contrata a otra para que realice cierta tarea o tome ciertas decisiones a la parte contratante la llamamos el principal, mientras que a la parte contratada la llamamos agente<sup>9</sup>. Las relaciones entre ambas partes son estudiadas en el marco de la teoría de la agencia<sup>10</sup>.

La divergencia entre los diferentes intereses de los agentes y de los principales da lugar a los denominados problemas de agencia, que surgen debido a la existencia de asimetría de información.

En las relaciones contractuales existentes entre los diversos componentes de la empresa moderna existen problemas de agencia. Así por ejemplo, los prestamistas invierten su dinero en la empresa a cambio de la promesa de recibir periódicamente unos intereses y la devolución de su dinero al final del período pactado. Pero los recursos financieros que aquellos han prestado a la empresa se invierten en activos que son elegidos por los directivos de la compañía y no por los propios prestamistas, por ello si estos creyesen que su dinero va a correr más riesgo que el deseado forzarán a la empresa, a través de las denominadas cláusulas de protección<sup>11</sup>, a no

---

<sup>8</sup> Todos los agentes que participan del mercado disponen de la misma información sin incurrir en ningún costo para obtenerla

<sup>9</sup> Los términos principal y agente son una traducción directa del inglés. También se podría utilizar los términos contratante y contratado, delegante y delegado, líder y seguidor o soberano y sujeto, pero la terminología empleada es la más habitualmente utilizada en textos de economía

<sup>10</sup> Esta teoría se debe a Michael Jensen y William Meckling, quienes la expusieron en su trabajo *Theory of the firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of financial Economics*, Vol.4 Nro 4 – octubre 1976.

<sup>11</sup> Las cláusulas de protección o bond covenants son el principal medio por el que los acreedores – prestamistas y obligacionistas, por un lado previenen que los accionistas y directivos se beneficien a costa suya, y por otro, consiguen reducir el riesgo de sus activos financieros.

arriesgarlo más allá de un determinado límite, lo que representa un costo de agencia.

Cualquier situación tiene información simétrica si quienes participan de dicha situación tienen la misma información, y asimétrica si alguno de ellos conoce más que el otro. Asimismo señalo que una situación se desarrolla en condiciones de información incompleta si los participantes tienen incertidumbre sobre la verdadera situación en que se encuentran, es decir, hay elementos inciertos o aleatorios. En cambio, la información será completa si los participantes conocen exactamente, o pueden predecir sin error, lo que ocurrirá en una situación.

De hecho existe una incertidumbre intrínseca que envuelve a cualquier proyecto de inversión condicionando así la capacidad de repago de todo deudor. El segundo obstáculo es menos sencillo de superar y radica en la frágil promesa del deudor de obedecer fielmente la letra del contrato, ya que aquel que solicita el crédito, conoce mejor de su verdadera naturaleza y de sus verdaderas posibilidades de repagar el mismo en comparación a quien lo otorga. Estos son los llamados problemas de información asimétrica.

Asumiendo como punto de partida que rara vez se puede trabajar en condiciones de certeza, que bajo determinadas condiciones se puede evaluar el riesgo de un negocio, empresa o proyecto y que en la mayoría de los casos se deben tomar decisiones con incertidumbre, se enfatiza el problema de asimetría de información.

La ventaja informativa del deudor puede en principio acarrearle un beneficio a costa del acreedor. Sin embargo el acreedor reacciona en forma racional e intenta recargar el problema sobre los mismos deudores. De esta forma los buenos deudores terminan pagando un extra costo a consecuencia del accionar de los malos deudores.

Una caja negra es algo que aceptamos y utilizamos pero no entendemos. Para muchos de nosotros una computadora es una caja negra. Podemos conocer los problemas que resuelve pero no sabemos como lo hace, y si se estropea, no podemos repararla. Muchos proyectos de empresas se tratan como cajas negras, dado que los directivos manejan previsiones insesgadas de flujos de fondos y su único objetivo fuese estimar el riesgo, elegir la tasa de descuento apropiada y llegar al cálculo del valor actual neto.

El autentico directivo no parará hasta entender lo que hace que un proyecto funcione y/o fracase. Cabe recordar la ley de Murphy, "si algo puede ir mal, irá" y con el corolario "en el peor momento posible". Incluso si el riesgo del proyecto es totalmente diversificable, es necesario saber porque podría fracasar. Una vez conocido esto, puede decidir si vale la pena intentar resolver la incertidumbre. Quizá más gastos en investigación de mercados le aclaren las dudas sobre el grado de aceptación de los consumidores. Si el proyecto tiene realmente un valor actual neto negativo, cuanto antes lo conozca mejor. Y si aún así decide que conviene seguir adelante con el proyecto a la vista de la

información actual, no querrá verse sorprendido por algo que más tarde vaya mal. Querrá conocer las señales de peligro y las acciones que podría tomar.

En resumen, los directivos evitan las cajas negras siempre que pueden y pagan a quien pueda ayudarles a examinarlas por dentro. Por ello, analistas y académicos han desarrollado procedimientos que pueden ser llamados análisis de proyectos. Algunos de estos procedimientos son análisis de sensibilidad, la simulación de Montecarlo, los árboles de decisión, y se recomienda no descartar el método del valor actual neto para evaluar el riesgo. No hay ninguna magia en estas técnicas, simplemente se sistematiza el sentido común y no se necesita pagar licencia alguna para su utilización.

### **1.3) Problema**

#### **Aspectos deficitarios del estado actual del tema – problemas de la asimetría de información en pymes**

Las estadísticas exponen que tanto en nuestro país como en el resto del mundo, el índice de mortalidad de pymes en el primer año de existencia es muy elevado. Esto explica en parte la existencia de un sesgo negativo hacia el otorgamiento de créditos para este tipo de empresas, más allá de que la escasez del crédito en la Argentina es bien conocida.

Tanto en situación de riesgo como, y especialmente, bajo incertidumbre, un importante obstáculo o problema, aún sin solución integral, es la asimetría de información entre el empresario pyme que busca financiamiento y las instituciones que evalúan su otorgamiento.

Las diversas formas de asimetría informativa tienen fuerte presencia en Argentina.

Los bancos (prestamistas o principales) no son capaces de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo al momento de evaluar o conceder un crédito. Aparece aquí el problema de selección adversa.

Las empresas (agentes) tienen la posibilidad de emplear el dinero prestado en un proyecto en algo distinto a lo acordado con el banco prestamista (principal), dado que este último tiene información incompleta y su sistema de control es imperfecto. Aparece aquí el problema del riesgo moral.

Por último los costos de monitoreo derivan precisamente de las acciones ocultas de las empresas (agentes), aprovechando su superioridad informativa. Cuando esto ocurre el banco prestamista (principal) puede determinar la realización de ciertas acciones de seguimiento o control, lo cual implica costos adicionales, lo que a su vez repercute en la misma tasa de interés de los préstamos.

La relación bancos / empresas en la Argentina tiene diversos vectores para su análisis. Mencionaré a continuación algunos de estos vectores.

1) La banca está enfocada en préstamos al consumo. El financiamiento es el lubricante que permite mover los engranajes de la producción. Pero en este aspecto debe separarse el financiamiento a las empresas, que se utiliza para la producción de bienes y servicios e impacta sobre la oferta de la economía, del destinado al consumo, que fomenta la demanda de productos.

2) Existen limitaciones crediticias en función de la concentración del financiamiento. El crédito a las empresas con forma de sociedad es detentado por las cien más grandes.

3) Es escasa la disponibilidad de créditos a largo plazo, lo cual indica una exagerada y persistente participación del financiamiento a corto plazo. Salvo para las muy grandes empresas, esta situación limita la inversión posible a un mero recambio de maquinarias, e impide a la mayoría de empresas encarar proyectos de renovación tecnológica de punta, cambio de planta, u otras mejoras sustantivas, salvo obviamente aquellas que pueden desarrollarse autofinanciando sus inversiones. El sistema bancario argentino ha aumentado la asistencia al sector productivo, pero sigue siendo insuficiente, al preferir los bancos otorgar préstamos al consumo.

4) La estrategia de negocios de la banca y el mercado financiero en general. Gran parte de su rentabilidad proviene de servicios diversos, que poco tienen que ver con préstamos para inversiones productivas.

5) La estructura de los bancos en Argentina y la organización de sus procedimientos de otorgamiento de crédito, implican un alto grado de centralización de las decisiones de financiación de inversiones que requieren un determinado monto y plazo, limitando la decisión en cabeza de las sucursales, salvo excepciones, para líneas de corto plazo y en general a través de préstamos auto liquidables. El tiempo de preparación de legajos de créditos, y en especial el tiempo que se toman los sectores de análisis de riesgo, es extremadamente alto, porque la estructura no está preparada para analizar a un segmento numeroso y heterogéneo de empresas.

Todo esto ha generado una sustitución del rol de prestamista, siendo los proveedores comerciales quienes durante diversos períodos financian a sus pymes clientes en montos que exceden un crédito comercial necesario y razonable.

El mercado de capitales, salvo excepciones, no es considerado dentro de las alternativas de financiación para pymes. Por un lado existe un gran desconocimiento por parte de las pymes respecto a los instrumentos disponibles, y por otro lado tampoco se observa un plan integral desde el Mercado de Capitales para poder enfrentar eficazmente el mismo problema de información asimétrica que enfrentan los bancos. Esto explica en parte porque los bancos son la casi exclusiva alternativa a la que recurren las pymes en búsqueda de financiar sus necesidades de fondos.

A un nivel macro, la asimetría de información influye decisivamente en relación al ingreso de inversiones y capitales extranjeros hacia países emergentes como el nuestro, con importante impacto en la disponibilidad de crédito para empresas locales. Y salvo para empresas argentinas con alto grado de internacionalización de sus operaciones, el acceso a crédito internacional, para empresas argentinas que operan principalmente en el medio local, está altamente restringido.

El racionamiento del crédito que enfrentan las pequeñas y medianas empresas dificulta su funcionamiento y crecimiento y contribuye a construir estructuras financieras inadecuadas con recursos de corto plazo financiando activos no corrientes. Asimismo, se observa que una alta proporción de inversión en el segmento pyme se realiza con recursos propios, lo cual liga rígidamente la inversión al ciclo de rentabilidad de las empresas. No es sostenible un crecimiento de inversiones a nivel país con una participación bancaria en financiación de proyectos de inversión inferior al diez por ciento y con autofinanciación (básicamente a partir de retención de utilidades) en niveles superiores al noventa por ciento.

Los programas del gobierno que tienen por objeto fomentar el crédito de largo plazo para pymes son escasos, no existe una adecuada interconexión entre los diversos organismos y programas y no tienen en cuenta la heterogeneidad del segmento pyme.

El esquema de SGR en Argentina, si bien ha crecido en los últimos años, aún no se constituye como una alternativa tan diferente a la búsqueda de financiación a través de bancos, toda vez que los tiempos de proceso y las garantías requeridas, en general, son similares a los requisitos de instituciones bancarias, y las tasas finales de la operación tampoco ofrecen oportunidades atractivas para las pymes.

Lo que se presenta como solución, no integral por cierto, para el problema de la asimetría de información, es el racionamiento de crédito. El racionamiento de crédito aparece como una solución cuando en realidad racionar créditos, para el caso de proyectos viables, es el problema a resolver.

Si uno lee solamente los párrafos precedentes, las pymes aparecen como víctimas de un sistema financiero perverso que no les brinda oportunidades, y de un Estado que no logra organizar adecuadamente sus recursos para generar planes acorde a sus necesidades. Sin embargo las pymes también tienen buena parte de la responsabilidad por el racionamiento del crédito al que son sometidas.

Un porcentaje muy bajo de empresas pyme está en condiciones de ofrecer la información que el sistema financiero local requiere para el otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo.

Un alto porcentaje de empresas pyme sigue operando, al menos en un treinta por ciento de su actividad, dentro de la economía informal, lo cual anula



cualquier posibilidad de exponer una evolución empresarial acorde con lo que un prestamista requiere.

Existe también asimetría de información dentro de la misma estructura de la empresa, lo cual profundiza los conflictos de intereses entre las áreas de logística y abastecimiento, producción, ventas, finanzas, administración, y entre los accionistas y los principales directivos de la firma. Y esto desde luego repercute y aumenta la asimetría de información con terceros.

Todo esto genera serias dificultades, primero para entender con claridad la visión de la empresa, hacia donde desea dirigirse, lo cual luego en general deriva, entre otras falencias a nivel de operaciones, en un inadecuado planteamiento de la estructura de financiamiento de la empresa ya que se trabaja privilegiando lo urgente y el corto plazo.

## **Sistema Financiero Argentino y Pymes**

El sistema financiero argentino experimentó fuertes cambios durante la década de los noventa. Las nuevas reglas de la economía transformaron un sistema caracterizado por la "represión financiera" en otro, regido por el mercado y la competencia. Como resultado, aumentó la magnitud de los fondos intermediados, en un contexto de tasas de interés reales positivas e internacionalización de los flujos de capitales. La creciente articulación con las finanzas internacionales y la enunciación de nuevas modalidades de funcionamiento del sistema financiero hacían presagiar cambios significativos, tanto cuantitativos como cualitativos en la asignación de crédito al sector privado.

El crédito es considerado un importante canal de transmisión de la política monetaria, lo que implica que cualquier disturbio en el flujo de fondos prestables del sistema financiero, tiene potencialmente importantes efectos sobre la economía real. Esta situación se acentúa en el caso en que los agentes de la economía dependen casi exclusivamente del sistema bancario para obtener financiamiento externo, como ocurre en la Argentina.

Algunos organismos internacionales, como ser el BID, han implantado una serie importante de programas financieros y no-financieros dirigidos a las Pymes que indirectamente o directamente inciden sobre el acceso de las Pymes al financiamiento. Sin embargo, a pesar de los importantes esfuerzos acometidos en las reformas de los sistemas financieros de los países de la región, tanto en los programas de apoyo no-financiero, como en las líneas globales de crédito, existe un desajuste significativo entre la oferta y demanda de financiamiento para las Pymes.

Dada la estructura de los sistemas bancarios en gran parte de América Latina, la banca pública de primer piso puede ser vista como una institución idónea para minimizar las fallas del mercado mencionadas.

El contexto de oferta casi ilimitada de dinero generado por las nuevas condiciones no fue acompañado de una mejor asignación del crédito a las empresas de menor tamaño relativo. Parecen ser válidos en el caso argentino, los criterios de racionamiento crediticio, descriptos por la literatura económica.

Al analizar el mal manejo bancario en los mercados liberalizados algunos autores lo subdividen en tres categorías:

- imprudencia en los préstamos;
- auto préstamos abusivos;
- comportamiento fraudulento.

Las tres categorías están presentes en la historia de nuestra banca. Luego, la supervisión y control de las entidades surge como un elemento imprescindible para evitar una expansión de las recurrentes crisis bancarias (Quintela, 2003).

En los casos en los que un mercado se encuentra altamente concentrado, la banca pública de primer piso puede cumplir un importante rol testigo, forzando al sector bancario a fijar precios y tasas en niveles más cercanos a los que resultarían de un contexto más competitivo.

Sin embargo, como empresa pública, la banca pública también puede dirigir políticas crediticias específicas a ciertos sectores más perjudicados por la segmentación del mercado. De tal forma, además de asumir un papel de banco testigo, la banca pública también puede servir como herramienta para lograr la política crediticia sectorial establecida por el gobierno.

La experiencia de la Argentina post default ofrece un ejemplo de cómo un gobierno puede utilizar la banca pública para canalizar fondos al sector pyme. Para salir de la crisis de 2001-2002, aunque sin lugar a dudas operando bajo políticas macroeconómicas favorables, uno de los mayores desafíos que enfrentaron las pymes argentinas ha sido su financiamiento.

A este respecto, la banca pública ha tenido un papel fundamental como mecanismo de transmisión para la política crediticia del gobierno de promoción al sector pyme. Mediante varios programas, el Banco Nación y el Banco de la Provincia (Bapro), los dos bancos públicos más grandes del sistema, han liderado el proceso de canalización de recursos hacia los pymes, con el primero ampliando su crédito a tal sector en 93% entre diciembre de 2003 y junio de 2006.

Desde una perspectiva macroeconómica encontramos momentos de exceso de demanda y otros de oferta; pero, dadas las características del mercado crediticio argentino en términos de asimetrías informativas, los excesos de demanda son profundos luego de crisis financieras. Esta conclusión está en línea con el razonamiento intuitivo de que el mercado de crédito funciona a través del racionamiento de cantidades y no de precios.

Durante los períodos de shocks monetarios negativos, el racionamiento de crédito tiende a incrementar la velocidad de sus efectos sobre la economía real. Asimismo, cuando los shocks monetarios son positivos, el efecto de los mismos sobre la actividad económica no es tan importante verificándose períodos de exceso de oferta de crédito.

Lamentablemente, el mercado de crédito argentino ha estado históricamente caracterizado por un conjunto de severas “fallas de mercado”, que desembocaron en un proceso de “racionamiento de crédito. En Argentina esta característica ha sido, desde siempre, particularmente crítica en el segmento de financiamiento de largo plazo a la inversión pyme. Luego, la ruptura del proceso de intermediación financiera, resultante del colapso del régimen de convertibilidad, no hizo más que agudizar este histórico problema. Actualmente el financiamiento para inversión pyme es absolutamente inexistente en nuestro mercado de crédito, y está caracterizado por:

- La debilidad estructural de las políticas públicas.
- La estructura de ingresos de la banca privada, con baja dependencia del nivel de créditos que otorgan al segmento empresas
- La inexistencia de una unidad de cuenta de largo plazo.
- La ausencia de una fuente de fondeo de largo plazo.
- Las crisis recurrentes del sistema bancario argentino.
- La estrategia de portafolio de la mayor parte de la banca luego de la crisis de 2001: racional, sumamente adversa al riesgo pyme.
- La ineficacia de la banca pública a la hora de cumplir con su mandato fundacional, su misma razón de ser: prestar a las pymes para que inviertan.
- La inexistencia de un sistema de información sobre pymes que mejore su acceso al crédito, sumado al “cuello de botella” generalizado de los sectores de análisis de riesgo a la hora de definir calificaciones de riesgo de las empresas
- La inexistencia de un sistema de Garantías Recíprocas con desarrollo nacional.

Debido a estas razones, la mayoría de las líneas para pymes son de muy “baja calidad”:

- plazos cortos,
- tasas altas,
- severas exigencias de cobertura frente al riesgo,
- fuertes barreras de entrada,
- pérdida de especificidad de las firmas pymes en tanto sujetos de crédito.

Una empresa tiene racionado el crédito cuando no puede obtener el dinero que solicita a pesar de estar dispuesta a pagar la tasa de interés vigente en el mercado. El racionamiento puede tomar distintas modalidades. Así, se raciona en precio cuando se proveen fondos a tasas superiores a las de

mercado; se raciona en cantidad cuando se presta menos dinero que el solicitado y, finalmente, se raciona en plazo cuando los fondos se proveen sólo a corto plazo.

Las consecuencias para las empresas son los altos costos financieros que neutralizan la rentabilidad de los negocios y tornan inviables proyectos convenientes, aumentando la dependencia de las empresas del crédito bancario a corto plazo y de la financiación por parte de los proveedores.

Los mismos organismos específicos para el desarrollo de la mipyme que corroboran su enorme importancia, a su vez constatan un problema crucial de acceso a la financiación de este segmento tan vital para la economía. Esto es debido a la percepción de riesgo generalizada en el universo de los sistemas financieros a la hora de conceder créditos a las empresas de menor tamaño.

El financiamiento de la mipyme presenta una clara tendencia a la formalización del crédito a corto plazo, tanto en el circuito formal como informal de crédito, y el sobredimensionamiento de este factor impide desarrollar proyectos de inversión con repago en el largo plazo. Además la pequeña dimensión empresarial no permite una mayor capacidad de negociación de las operaciones financieras, y esto se traduce en condiciones de acceso a la financiación poco favorables en tipos de interés y plazos.

Prevalece el status de incertidumbre al momento de tener que evaluar negocios, empresas y proyectos en Argentina, en especial todo lo referente al segmento pyme. Luego, y dentro del conjunto de casos en los cuales puede trabajarse con asignación de probabilidades, prevalece la escasa disponibilidad de financiamiento de mediano y largo plazo para el segmento de empresas pequeñas y medianas, independientemente de que la asignación de probabilidades determine la viabilidad del proyecto evaluado.

La asimetría de información es uno de los factores que impide la adecuada clasificación de empresas y proyectos, lo cual en forma generalizada se soluciona racionando créditos al segmento pyme. Sin embargo, el racionamiento sirve a los fines de acotar el riesgo de incobrabilidad que asume el prestamista (en general bancos), pero claramente no es un mecanismo para solucionar los problemas de información y acceso al crédito, los cuales persisten.

La circunstancia de pertenecer a un país como la Argentina, con recurrentes crisis y la falta de estabilidad de políticas macroeconómicas, les agrega a las pymes nacionales dificultades adicionales a las que de por sí contienen su estructura pequeña, la escasa fortaleza financiera y la pobre preparación de sus cuadros. Son demasiados los obstáculos a sortear cuando intentan desplegar sus actividades en mercados de un país emergente con altibajos permanentes.

## Capítulo 2

### Marco Teórico

En este segundo capítulo se desarrolla el marco que brinda sustento teórico a la tesis doctoral. Se exponen muy resumidamente los trabajos realizados por diversos autores acerca de la Información Asimétrica y Racionamiento de Crédito, y se abordan teorías y temas relacionados como ser el de los contratos financieros, el de los sistemas de información contable, la teoría de la Agencia, diversas teorías que tratan el tema de la estructura de capital de las firmas (básicamente trade off y orden de preferencia o teoría del pecking order) y el enfoque de señales.

No es poca la literatura existente acerca de las diversas teorías que tratan la estructura de capital y del financiamiento de empresas. Sin embargo no existe un marco teórico unificado y completo que pueda dar respuesta al problema de la asimetría de información y el consecuente racionamiento de crédito.

Se analiza también cómo se organiza la administración financiera de las empresas, lo cual permite evaluar la relación entre diversos factores que determinan la estructura financiera de empresas, procurando incluir la observación de variables cuantitativas y cualitativas.

El enfoque de señales sirve como parte del fundamento teórico que avala la existencia de los fondos de garantía en el mundo. Dentro de este punto temático se incluye un análisis de las agencias de riesgo crediticio, las calificadoras de riesgo, el rol que cumplen los estados contables y normativa al respecto.

No es reciente el intento de obtener modelos predictivos que permitan anticipar problemas empresarios a través de diversos diagnósticos económicos y financieros. De todas formas elaborar un modelo predictivo sobre el comportamiento futuro de las empresas tiene las limitaciones que impone la complejidad de las variables no financieras.

La teoría existente, en general, parte de supuestos que no siempre reflejan la realidad de un mundo dinámico y de un segmento de empresas tan heterogéneo como el de las pymes, lleno de cambios acelerados e impredecibles, e invoca, en muchos casos, supuestos restringidos que implican un mundo estático, perfecto y eficiente, vale decir un mundo irreal.

Un Análisis de Información, para que sea certero, debe desarrollarse bajo la conjugación de las Investigaciones Cualitativas y Cuantitativas. Pues cada una por sí sola no brinda una confiabilidad absoluta, pues tiene ventajas y desventajas; pero unidas pueden llegar a ofrecer resultados verdaderamente fiables para la toma de decisiones. El empleo de ambos procedimientos

cuantitativos y cualitativos en una investigación podría ayudar a corregir los sesgos propios de cada método.

Para lograr avances en la materia debemos partir de la premisa de que es casi imposible normalizar la enorme diversidad de situaciones empresarias posibles. Quizá, asumiendo esta restricción, se puedan ofrecer propuestas que parcialmente puedan ayudar a entender el esquema de decisiones de financiamiento en una pequeña empresa cerrada y a facilitar para los prestamistas un mejor discernimiento entre empresas y proyectos viables, de aquellos que no lo son.

## **2.1) Antecedentes sobre la estructura de financiamiento de empresas**

### **Teorías acerca de la estructura de financiamiento de las empresas**

Mientras las distintas teorías se refieren en general a la estructura de capital de las empresas, en lo que a este trabajo se refiere, el objeto de estudio es la estructura financiera en general de la empresa, la cual incluye todas las fuentes de financiamiento, de corto, mediano y largo plazo.

Terminológicamente se puede realizar una distinción entre estructura de capital y estructura financiera, aunque a menudo pueden confundirse los conceptos y se utilizan ambos para referirse a como están financiados los activos de una empresa, y esto no es del todo correcto.

Estrictamente hablando la Estructura Financiera engloba todas las fuentes de financiamiento, incluyendo las de corto plazo; mientras que, la Estructura de Capital se basa exclusivamente en instrumentos de largo plazo. Por ejemplo, el trabajo de Miller y Modigliani se refiere a la Estructura de Capital, exclusivamente. Las empresas usan distintas fuentes de financiamiento de largo plazo para poder fondear sus operaciones. Estos instrumentos son fundamentalmente la emisión de acciones, préstamos a través de entidades financieras, emisión de obligaciones y otros bonos de largo plazo<sup>12</sup>.

Existe un buen número de teorías de las finanzas corporativas pero dos de ellas son las que dominan hoy en día la literatura sobre el tema. Se podría afirmar que esencialmente, las teorías de la estructura de capital se ubican en una de dos grandes tendencias, de acuerdo a que defiendan o no la existencia de una estructura óptima de capital. Se trata de la llamada teoría del balance entre los costos versus los beneficios del endeudamiento (tradeoff theory), por un lado, y la del orden de preferencia (pecking order) por el otro. La teoría del balance sostiene que las firmas tienen una estructura de capital óptima. Todo distanciamiento de dicha estructura es temporal pues después de algún tiempo la firma retorna a ella. La teoría del orden de preferencias parte de la idea de

---

<sup>12</sup> Por largo plazo me refiero a financiación a un plazo mínimo de 5 años, de forma tal de asemejar este recurso externo a los recursos permanentes conformados por el patrimonio neto de una empresa.

que no existe esa estructura óptima de capital y que las firmas enfrentan costos diferenciales de las distintas fuentes de financiamiento de la inversión.

A los efectos de este trabajo defino la estructura óptima de capital como aquella que maximiza el valor empresarial. Maximizar el valor de la empresa supone minimizar el coste del capital medio ponderado (WACC<sup>13</sup>) cuando los flujos de fondos no se ven afectados por el aumento de la relación deuda /valor de la empresa.

La teoría de la cartera o portafolio (Sharpe, 1964) nos demuestra que toda empresa que tenga acceso al mercado de dinero determina su inversión óptima en dos etapas perfectamente separadas:

- realiza una inversión en activos físicos que maximiza el valor actual de sus flujos de fondos, independientemente de cualquier consideración acerca de sus preferencias subjetivas;
- alcanza su posición óptima, de acuerdo a sus preferencias subjetivas, combinando la inversión antedicha con una adecuada operación en el mercado de dinero, tomando o prestando fondos (si es necesario) a la tasa libre de riesgo (operando en condiciones de certeza y mercados perfectos).

Sostener esto, traduciéndolo a la realidad práctica de las pymes, es poco más que imposible, ya que el modelo bajo certeza no se observa en la realidad cotidiana de los mercados. Sin embargo algunas de las conclusiones de esta teoría permiten determinar la importancia fundamental que tiene para las empresas el acceso a los mercados financieros.

El trabajo de Modigliani – Miller (llamado así por Franco Modigliani y Merton Miller, en adelante MM - 1958) marco un punto de inflexión en el análisis de las decisiones relativas a la estructura de capital. Supuso la ruptura con el denominado “enfoque tradicional”, enfoque pragmático que venía dominando desde principios de siglo. MM (1958), partiendo de un soporte teórico bastante sólido, demostraron la irrelevancia de las decisiones de financiación sobre el objetivo financiero, dando lugar a un “gran debate” en el seno de las Finanzas, debate que hoy en nuestros días sigue subsistiendo. MM concluyen que bajo determinados supuestos, el valor de la empresa depende exclusivamente de la capacidad del activo empresarial de generar renta, independientemente de cómo esté financiado dicho activo.

El teorema afirma que el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada en ausencia de impuestos, costos de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. Oponiéndose al punto de vista tradicional, el teorema establece que es indiferente que la empresa logre el capital necesario para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda. También es indiferente la política de dividendos.

Repasando un poco la teoría de MM, se podría resumir según el siguiente esquema:

---

<sup>13</sup> WACC: weighted average cost of capital

Hipótesis de partida:

1) Los mercados financieros son perfectos<sup>14</sup>, lo que implica:

- Inexistencia de asimetrías informativas;
- Ausencia de impuestos, tanto del impuesto que grava la renta de sociedades como del impuesto que grava la renta de los inversores;
- Inexistencia de costes de transacción;
- Ningún inversor puede influir sobre la cotización que se forma en el mercado.

2) Comportamiento racional del agente, lo que implica afirmar que los inversores son racionales y persiguen maximizar su riqueza. Los accionistas son indiferentes ante un incremento de los dividendos o ante un incremento equivalente del precio de las acciones.

Las proposiciones fundamentales de MM son:

- Proposición I:

El valor de mercado de la empresa es independiente de su estructura financiera. Depende exclusivamente de la capacidad de los activos empresariales de generar renta

En caso de existir diferencias en el valor de mercado de las acciones de empresas pertenecientes a la misma clase de riesgo, como consecuencia de diferencias en sus estructuras financieras, los procesos de arbitraje del mercado (compra-venta de títulos) garantizarían el restablecimiento del equilibrio, esto es, incrementando el precio de las acciones infravaloradas y disminuyendo el de las sobrevaloradas.

- Proposición II:

A partir de la Proposición I es posible deducir la siguiente Proposición II relativa a las empresas endeudadas: “La tasa de rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ) es función de su nivel de endeudamiento”

En consecuencia, el rendimiento esperado por una acción ( $K_e$ ) será igual a la rentabilidad que los inversores esperarían de una empresa perteneciente a una clase de riesgo, más un prima de riesgo, por el mayor riesgo financiero percibido ante incrementos en el ratio de endeudamiento

- Proposición III:

---

<sup>14</sup> Llevado al mercado de capitales, sería perfecto en la medida en que ninguno de los que intervienen en el mercado tiene peso suficiente para influenciar los precios de los títulos, no existen costes de transacción y todos los inversores tienen igual acceso, sin costes a la información, no existen impuestos sobre las personas físicas (o, si existieren, gravan de la misma forma las rentas repartidas a título de interés, dividendos y ganancias de capital), hay comportamiento racional por parte de los inversores, expectativas homogéneas de los inversores y posibilidad de agrupar todas las empresas en clases de renta equivalentes.



Aquella empresa que tiene como meta el objetivo financiero (maximizar la riqueza de sus accionistas) realizará únicamente aquellos proyectos de inversión cuya tasa interna de rentabilidad ( $R$ ) sea al menos igual a  $K_0$ , cualquiera que sea la naturaleza de los recursos financieros empleados para su financiación.

En las decisiones de inversión, la rentabilidad mínima exigida a un proyecto de inversión (tasa de retorno requerida) vendría definida por el tipo de actualización o descuento  $K_0$  que el mercado aplica a las corrientes de renta de todas las empresas no endeudadas pertenecientes a la misma clase de riesgo que la empresa en cuestión

$K_0$  puede definirse como el “costo de capital”, esto es, la tasa mínima de rentabilidad que una inversión debe producir para que el valor de la empresa permanezca constante.

Ello permite un tratamiento y análisis por separado de ambos tipos de decisiones. En este contexto, sólo las decisiones de inversión son relevantes respecto al valor de mercado de la empresa, al probar que las decisiones sobre la estructura de capital no influyen sobre éste en tanto no afectan a la distribución de los flujos netos de caja.

Cuando se tienen en cuenta ciertas imperfecciones existentes en el mercado como la existencia de: i) impuestos, ii) costos de transacción y de quiebra, y iii) asimetrías informativas entre los distintos agentes implicados en este tipo de decisiones; entonces, las decisiones de financiación pueden afectar al valor de mercado de la empresa, pudiendo existir una EC óptima

A pesar de la solidez del modelo de MM (1958), la observación de lo que sucedía en el mundo real (realidad de los mercados financieros y la política financiera empresarial desarrollada en la realidad) no parecían ajustarse a los postulados de la tesis de irrelevancia.

Con la acumulación progresiva de evidencia empírica que contradecía las consecuencias de sus proposiciones, tanto MM como comentaristas posteriores han planteado la tesis de que las mismas carecen de dominio de aplicación pese a lo cual brindan un marco conceptual en el cual se pueden incorporar gradualmente los aspectos relevantes de la realidad no contemplados en sus supuestos. Por lo tanto la investigación posterior en el tema se orientó a incorporar en el marco teórico de MM el impacto de las imperfecciones de los mercados sobre las decisiones financieras de las firmas, y a establecer los determinantes de estas últimas. Como resultado de este trabajo, surgieron, entre otras, las siguientes posturas rivales:

- El Tradeoff, resume todos aquellos modelos o teorías que sostienen que existe una combinación de deuda-capital óptima, maximizadora del valor de la empresa, que se genera una vez que se equilibren los beneficios y los costos de la deuda y riesgo de quiebra.

- El Pecking Order, según el cual las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación (pecking order) decantándose en primer lugar por el financiamiento interno cuando éste está disponible, y recurriendo al financiamiento exterior sólo si es necesario, siendo la segunda opción la emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones.

- El Market Timing<sup>15</sup>, según el cual la estructura de capital es el resultado de la acumulación de los intentos de la Dirección de la firma por aprovechar los errores de valuación que comete el mercado.

- El análisis de los Derechos Contingentes<sup>16</sup>, según el cual los títulos que emiten las firmas pueden ser considerados como opciones sobre los activos de las mismas.

- La estructura de capital desde la perspectiva del Ciclo de Crecimiento Financiero de Berger y Udell, según lo cual, en la medida que la empresa crece, adquiere mayor experiencia y disminuye la opacidad de la información, cambian sus necesidades financieras y las opciones de financiación.

Los enfoques de market timing y de derechos contingentes son mencionados a los efectos de completar el relevamiento de posturas y teorías, si bien aclaro que no resultan aplicables para el segmento de empresas pyme argentinas de capital cerrado, segmento de empresas sobre el cual desarrollo este trabajo.

Según Berlingeri (2009) “El énfasis excluyente que esta ‘competencia’ empírica ha puesto sobre los determinantes de la relación de endeudamiento ha conducido a que no se haya progresado en la unificación de la teoría de la estructura de capital con las teorías que se refieren a otros aspectos de las decisiones de financiamiento (por ej., el plazo de las deudas, la elección entre deuda colocada públicamente y deuda colocada a acreedores informados, la emisión y recompra de capital, la emisión de títulos convertibles, etc.). Esto constituye una seria limitación, ya que una teoría de la estructura de capital debe apuntar a ser parte de una teoría unificada de las decisiones de financiamiento”.

Adicionalmente, y también coincidiendo con Berlingeri (2009), el hecho que las evidencias obtenidas provengan en su gran mayoría de empresas grandes, públicas y de países desarrollados, genera un obstáculo difícil de sortear al momento de querer incluir en el dominio de aplicación de las teorías al segmento de empresas pyme y que operan en países con contextos económicos sustancialmente diferentes como el nuestro.

---

<sup>15</sup> Dado que ni tradeoff ni pecking order han conseguido explicar de manera completamente satisfactoria el comportamiento de las empresas en lo referente a la determinación de su estructura de capital, la teoría del market timing surge en la búsqueda de una explicación alternativa a estas teorías. Desarrolla un modelo que sugiere que la estructura de capital es determinada a través de sucesivos intentos de las firmas de explorar fluctuaciones temporarias del costo de capital propio en relación al costo de otras fuentes de financiación.

<sup>16</sup> El patrimonio de una firma es un derecho subordinado cuyo valor se deriva del valor residual de la empresa después que la deuda se ha pagado, por lo que se puede decir que los dueños del patrimonio tienen una opción de compra sobre el valor residual de los activos

Numerosos autores han intentando e intentan crear un modelo que permita determinar una estructura óptima de capital de las empresas. De acuerdo con Leland (1998), la elección de la fuente de financiamiento y su relación con el nivel óptimo de exposición al riesgo es un tema de gran interés cuando del desempeño económico de las corporaciones se trata. Sin embargo, las teorías fallan al intentar anticipar tanto la cantidad como la madurez de la deuda que una firma debiera tener en los diferentes contextos con diferentes escenarios de riesgo. También señala que es muy limitada la premisa de una estructura de capital estática ya que las firmas pueden reestructurar sus obligaciones financieras a lo largo del tiempo. El autor busca establecer de qué forma las empresas determinan de forma conjunta su estructura de capital óptima y el nivel de riesgo que están dispuestas a asumir. En su trabajo de investigación Leland plantea las siguientes cuestiones: ¿de qué forma la flexibilidad ex post al escoger la exposición al riesgo afecta la estructura óptima del capital?, y en particular, ¿de qué manera el apalancamiento, la madurez de la deuda y la variabilidad del rendimiento dependen de la flexibilidad del riesgo asumido?, ¿de qué modo la presencia de la deuda distorsiona la elección ex post del riesgo que asumirá la empresa? y, dada una estructura óptima de capital y un determinado nivel de riesgo, ¿cuán altos son los costos de agencia? En su estimación de los costos de agencia incluye los siguientes parámetros:

- Costos de default
- Ratio de pago de dividendos
- Ratio de flujo de fondos
- Tasa impositiva
- Tasa libre de riesgo
- Costos de reestructuración de deuda
- Costos de emisión de deuda
- Bajo nivel de riesgo
- Alto nivel de riesgo

En las conclusiones de su trabajo reconoce que su modelo presenta varias restricciones: no existen conflictos de intereses (y por ende tampoco costos de agencia) entre los managers y los accionistas de una empresa, la política de dividendos es tratada como algo exógeno, y los efectos de la información asimétrica no son tenidos en cuenta.

El costo del capital es un dato fundamental en la evaluación de nuevas oportunidades de inversión (proyectos específicos nuevos, adquisiciones, fusiones, desinversiones). Una correcta determinación de este costo permitirá maximizar el valor para los accionistas de una empresa a través de prácticas operativas y financieras eficientes.

El empresario y/o el profesional argentino que intenta calcular este costo se enfrenta a grandes obstáculos propios del contexto de nuestra economía. En primer lugar el mercado de capitales local no termina de desarrollarse y

mantiene una muy baja capitalización bursátil<sup>17</sup>. Esto complica el proceso de valuación dado que la teoría financiera clásica supone la existencia de empresas públicas. Adicionalmente esto genera una escasez de datos públicos para poder ser utilizados como referencia para valorar empresas privadas.

Existe una brecha importante entre los modelos teóricos planteados por los autores de finanzas corporativas de economías desarrolladas y la práctica de las empresas que operan en los países de economía emergente como la Argentina. La fuerte volatilidad que tienen las economías emergentes altera el concepto y medición del riesgo, elemento clave en el proceso de valuación de empresas. Si a todo lo mencionado agregamos la dificultad de obtención de datos estadísticos válidos en cantidad y calidad, hace que la tarea se torne extremadamente compleja.

Más allá de lo expuesto precedentemente, realizo un pequeño desarrollo de las teorías de tradeoff y pecking order, ya que considero que parte de sus conclusiones pueden ser de aplicación, no para explicar pero si para facilitar la evaluación del comportamiento de los empresarios pyme a la hora de definir su estructura de financiación de los activos de las firmas.

Es importante destacar que la estructura financiera define el apalancamiento financiero de la empresa, la cual impacta no solo en la rentabilidad financiera sino también en la sustentabilidad de las firmas, en especial cuando deseamos evaluar el segmento pyme. Por lo tanto resulta crucial administrar tanto la estructura de capital como la estructura de financiamiento de corto plazo en forma eficaz y eficiente. Las teorías de estructura de capital y sus determinantes han explicado las decisiones de financiamiento tomando en cuenta evidencias y enfoques diferentes y, en ocasiones, contradictorios, destacándose la discrepancia que se refiere a las variables o fuerzas que impactan en forma directa sobre este tipo de decisiones.

## **Teoría del trade off (TO)<sup>18</sup> - Beneficios impositivos versus Costos de quiebra**

Si la política de endeudamiento fuera irrelevante, los ratios reales de endeudamiento podrían variar aleatoriamente de empresa a empresa y de sector en sector y los directivos financieros no tendrían de que ocuparse o preocuparse.

Saliendo del segmento de empresas grandes, que cotizan en bolsa, y operan en mercados financieros desarrollados, ya que no son objeto de estudio de este trabajo, también se puede encontrar en el segmento pyme, en empresas con capital cerrado y que operan en la economía Argentina, ciertos parámetros de endeudamiento por sector de mercado. Los impuestos, los costos de insolvencia, los conflictos de intereses conducen a diferentes decisiones de inversión y financiación y es necesario partir de la premisa que

---

<sup>17</sup> Lo cual implica que la mayoría de las transacciones accionarias se refieren a empresas o activos privados y no a activos públicos en el sentido de atomización accionaria.

<sup>18</sup> En adelante para llamar a la teoría del trade off escribo TO

es efectivamente relevante la política de endeudamiento para las empresas en general, y para las pequeñas y medianas empresas, que son el objeto de este trabajo, en particular.

Cuando se está en presencia de un problema, por lo general se da un conflicto entre objetivos o cualidades *versus* costos o defectos; es por eso que en un proceso de toma de decisiones es necesario tener una visión holística del hecho, con la finalidad de considerar todos los elementos que involucren la decisión. Normalmente, al analizar un problema, quien toma las decisiones se basa fundamentalmente en considerar sus experiencias previas en la solución de problemas semejantes. En la medida en que el problema sea demasiado complejo o el tomador de decisiones no tenga experiencias previas, resulta útil la realización de análisis adicionales. Es importante contar con diferentes puntos de vista para tomar la mejor decisión posible, pues al considerarse y compararse se maximiza la efectividad en la toma de decisiones final.

TO tiene sus orígenes en las teorías de la toma de decisión, fundamentalmente en el concepto de optimalidad paretiana<sup>19</sup>, que conduce al concepto de tasa de intercambio (o Trade-Off) entre dos criterios. TO indica en cuánto varía un criterio para lograr un incremento unitario en otro criterio. En primer lugar, surgieron un conjunto de desarrollos teóricos que analizaban las ventajas e inconvenientes de un mayor ratio de endeudamiento (trade off o efecto compensación). En relación al esquema de financiamiento de una empresa, TO aplica para la compensación entre los efectos positivos y negativos del endeudamiento.

TO no tiene un autor específico, ya que agrupa a todas aquellas teorías o modelos que sustentan que existe una mezcla de deuda-capital óptima, que maximiza el valor de la empresa, que se produce una vez que se equilibren los beneficios y los costos de la deuda.

En esta teoría se argumenta que el beneficio principal de la deuda es que los intereses son deducibles fiscalmente, lo cual favorece a la rentabilidad financiera y los costos más relevantes proceden del incumplimiento del servicio de la deuda (*financial distress*). Estos pueden ser tanto directos<sup>20</sup> (honorarios a abogados, consultores, etc.) como indirectos<sup>21</sup> (el comportamiento del valor de mercado de la empresa durante el tiempo que transcurre desde el origen del problema financiero hasta su resolución ya sea a través de una reestructuración privada o bien a través de un proceso legal).

---

<sup>19</sup> Enunciado por Vilfredo Pareto, el concepto de eficiencia de Pareto (también llamado óptimo de Pareto, Pareto-optimalidad u óptimo paretiano) es aquella situación en la cual se cumple que no es posible beneficiar a más elementos de un sistema sin perjudicar a otros. Se basa en criterios de utilidad: si algo genera o produce provecho, comodidad, fruto o interés sin perjudicar a otro, provocará un proceso natural de optimización hasta alcanzar el punto óptimo.

<sup>20</sup> Directos: Costos legales, administrativos, contables en los procedimientos formales de suspensión de pagos y quiebra. De fácil cuantificación y que pueden representar un 2-3% del valor (patrimonio neto) de la empresa. Los costos de quiebra son, en general, proporcionalmente más grandes para pequeñas y medianas empresas

<sup>21</sup> Indirectos: Oportunidades perdidas de obtener financiación, de retener personal clave, de mejorar la producción, de realizar inversiones rentables, de lograr mayores ventas, costos de reorganización, de liquidación, pérdida de la ventaja fiscal por deuda, y todos aquellos que tienen que ver con las dificultades para el manejo de activos o de la empresa en marcha.

Entre los que defienden la teoría del trade-off o equilibrio estático, en lo relacionado a la estructura financiera se encuentran investigadores como Harris y Raviv (1991).

Para Harris y Raviv cuando más extensa es la historia crediticia de una firma con performance de cumplimiento en el pago de sus deudas mejor es su reputación y menor debería ser el costo de endeudarse. Empresas más antiguas y mejor establecidas prefieren proyectos más seguros a los efectos de no perjudicar su reputación con proyectos más riesgosos. Las empresas jóvenes sin historia ni reputación optan en esta etapa por proyectos más riesgosos y si logran sobrevivir sin incumplimientos de pago (*defaults*), eventualmente pueden cambiar y empezar a optar por proyectos más seguros. Como resultado de lo expuesto firmas con más extensos *track records* tendrán menor tasa de incumplimiento y menores costos de endeudamiento en relación a empresas con historia reciente.

Harris y Raviv argumentan que un mayor apalancamiento puede encontrarse en grandes firmas (y/o firmas de mayor valuación) y mayor nivel de deuda a medida que la expectativa de ingresos es mayor. Para estos autores la estructura de capital óptima implica que niveles de deuda más elevados aumentan la decisión de liquidación de una firma ya que la posibilidad del *default* crece. En la ausencia de *default*, se asume que el administrador a cargo no liquidara la firma incluso en el caso que el valor de los activos pudiera crecer ante una mejor alternativa de uso.

En general esta teoría sugiere que la estructura financiera óptima de las empresas queda determinada por la interacción de fuerzas competitivas que presionan sobre las decisiones de financiamiento. Estas fuerzas son las ventajas impositivas del financiamiento con deuda y los costos de quiebra. Por un lado, como los intereses pagados por el endeudamiento son generalmente deducibles de la base impositiva del impuesto sobre la renta de las empresas, la solución óptima sería contratar el máximo posible de deuda. Sin embargo, por otro lado, cuanto más se endeuda la empresa más se incrementa la probabilidad de enfrentar problemas financieros, de los cuales el más grave es la quiebra. En la medida en que aumenta el endeudamiento se produce un incremento de los costos de quiebra y se llega a cierto punto en que los beneficios fiscales se enfrentan a la influencia negativa de los costos de quiebra. Con esto, y al aumentar la probabilidad de obtener resultados negativos, se genera la incertidumbre de alcanzar la protección impositiva que implicaría el endeudamiento.

Cuando se introduce el tema fiscal, la empresa intentará minimizar el valor actual de todos los impuestos. Como señalan Brealey-Myers (1993) en "todos los impuestos" incluimos los impuestos sobre las sociedades y sobre las personas físicas, tanto los acreedores como los accionistas.

Para Brealey y Myers (1993) los ahorros fiscales por impuesto a las sociedades tendrán mayor valor para unas empresas que para otras. El punto de vista de estos autores es que existe una ventaja fiscal moderada para el

endeudamiento empresarial, al menos para las empresas que estén razonablemente seguras que pueden beneficiarse del ahorro fiscal.

Por otro lado, los costos de insolvencia financiera dependen de la probabilidad de insolvencia y la magnitud de los costos en que se incurriría si la insolvencia se produjese. Las quiebras de empresas se producen cuando los problemas son de tal magnitud que “no permiten ver luz al final del túnel”, en referencia a que no hay señales de viabilidad empresarial, y entonces los accionistas, utilizando como algunos lo llaman “su derecho de impago” y en base a su casi siempre responsabilidad limitada dejan la carga de los problemas a los acreedores.<sup>22</sup>

La quiebra es un mecanismo legal, que varía de país en país, y que permite a los acreedores tomar el control de los activos y en algunos casos de la empresa en su conjunto. Lo que es invariable es que el mecanismo de quiebra tiene un costo que incluye los costos directos e indirectos ya citados previamente.

No todas las empresas que se encuentran en problemas van a la quiebra. Puede haber pérdida económica relevante pero una degeneración de fondos manejable, en el sentido que puede haber liquidez suficiente para el pago de intereses y se va refinanciando la amortización del capital de la deuda. Son numerosos los casos en que durante años se pospone una quiebra anunciada que finalmente llega, pero también están los casos en los que las empresas se logran recuperar, saldar sus deudas y escapar de la situación de insolvencia. El tiempo de duración del proceso de resolución de la insolvencia se traduce en un costo de insolvencia mayor a soportar, lo cual genera una pérdida de valor de la empresa, y estos costos afectan en forma negativa a la rentabilidad financiera de la empresa (Andrade y Kaplan, 1998).

Sin embargo, la cuantificación de los costos de quiebra, sobre todo de los indirectos<sup>23</sup>, ha revelado diversas dificultades, siendo por eso difícil lograr consenso sobre su importancia real. Estudios empíricos como los de Altman (1984), Opler y Titman (1994) y Andrade y Kaplan (1998) constituyen algunos de los más importantes esfuerzos sobre el tema. La separación entre el puro efecto del endeudamiento y fragilidad financiera y el proceso de una simple degradación económica es difícil de clasificar. Incluso en el estudio de Andrade y Kaplan (1998), no es posible distinguir si los costos de quiebra estimados en la muestra de empresas que sufrieron un shock económico adverso se deben exclusivamente a ese shock ó incluyen un efecto de ampliación derivado de la pura condición financiera de la empresa.

A pesar de que se pueden considerar varios beneficios y costos de la deuda, la discusión en la literatura se ha centrado en el “trade-off” entre los beneficios impositivos de la deuda y los costos de tensión financiera por el

---

<sup>22</sup> En realidad los únicos perjudicados no son los acreedores, también lo son los trabajadores, la sociedad en su conjunto pierde cuando una empresa quiebra, pero este análisis más profundo no es motivo de desarrollo en este trabajo.

<sup>23</sup> Según Altman los costos directos de quiebra no son relevantes para las empresas de mayor dimensión. Si bien esta opinión puede encontrar argumentos a favor y en contra, en cambio es más sencillo aseverar el alto impacto que efectivamente tienen los costos directos de quiebra en las pymes.

riesgo de insolvencia. El beneficio impositivo de la deuda nace de una reducción en el monto de impuestos a pagar a nivel empresa dado que los intereses son deducibles de los impuestos corporativos. Por otro lado, los costos de tensión financiera se relacionan a los costos que surgen cuando una empresa endeudada se aproxima a la quiebra. Estos costos incluyen la desinversión o sub-inversión en activos operativos, la imposibilidad de encarar posibles inversiones en proyectos rentables y otros costos adicionales indirectos por poseer una alta deuda como ser una potencial pérdida de ventas y negocios, pérdida de imagen con clientes, proveedores, trabajadores y otros grupos de interés que pueden preferir hacer negocios con empresas de un menor riesgo de quiebra.

Los trabajos empíricos de Opler y Titman (1994) y Andrade y Kaplan (1998) mencionan los distintos tipos probables de efectos que producen la pérdida de valor de la empresa y cómo éstos afectan negativamente a la rentabilidad financiera.

Opler y Titman señalan que cuando las firmas ajustan sus estructuras de capital, tienen la tendencia a buscar su *target* de ratio de deuda que es consistente con las teorías basadas en TO entre los costos y beneficios de la deuda. Sin embargo, y en contraste con trabajos empíricos previos los mismos autores (2001), señalan que las firmas pueden enfrentarse a serios impedimentos en intento de alcanzar el ratio target de deuda, y que dicho target puede cambiar a lo largo del tiempo a medida que la rentabilidad de la firma va cambiando.

Según DeAngelo y Masulis (1980), la presencia de impuestos, es ventajosa cuando se tienen activos tangibles, es decir, la presencia de otros ahorros fiscales distintos a la deuda, tales como la depreciación contable, las reservas por agotamiento y los créditos fiscales a la inversión, ya que esto beneficia en la parte deducible del pago de los impuestos y por lo tanto a la rentabilidad financiera de la empresa. Estos autores agregan que la presencia de estos escudos fiscales sustitutos de la deuda y/o los costos de default/quiebra, implican una decisión de apalancamiento en la búsqueda de un óptimo. Cabe aclarar que la protección fiscal puede ser redundante en empresas cuyas utilidades sean insuficientes para compensar las deducciones fiscales en amplios periodos, y que el valor de una empresa podría verse reducido, según TO, cuando no se tiene certeza de que monto de protección fiscal por interés se puede beneficiar la empresa.

TO no puede explicar el porqué empresas con mucha rentabilidad financiera dentro de un mismo sector optan por financiarse con fondos propios y no usan su capacidad de deuda, o el porqué en naciones donde se han desgravado los impuestos o se reduce la tasa fiscal por deuda las empresas optan por alto endeudamiento. Por lo tanto todavía no existe un modelo que logre determinar el endeudamiento óptimo para la empresa y por ende a mejorar la rentabilidad financiera desde la óptica de la estructura financiera.

Según Rivera (2002) el mix de financiamiento con deuda y capital propio proporciona una rentabilidad financiera favorable para las PYMES. En este



sentido la teoría del TO “resume todos aquellos modelos o teorías que sostienen que existe una combinación de deuda-capital óptima, maximizadora del valor de la empresa, que se genera una vez que se equilibren los beneficios y los costos de la deuda”.

Por un lado sí ayuda a explicar los diferentes niveles globales de endeudamiento por sectores, separando aquellas con importantes activos intangibles, en general se endeudan poco ya que por un lado tienen inicialmente flujos de fondos más erráticos y resultar muy riesgoso asumir compromisos de pago de amortización e intereses de deuda financiera, amén de que muchas veces no cuentan con activos tangibles necesarios para garantizar líneas de crédito de largo plazo.

Por el lado del no, es fácil comprobar que muchas empresas operan desde siempre con muy bajos niveles de deuda, pudiendo sin embargo endeudarse y con ello acceder a beneficios impositivos, y simplemente deciden no hacerlo por elección de sus accionistas en caso de pymes, o directivos en casos de empresas más grandes (algo que puede derivar de problemas de agencia entre estos y los accionistas).

Jensen (1986), con su tesis de Free Cash Flow, nos indica que el bajo nivel de deuda en firmas que tienen una generación neta de fondos que excede lo necesario para cubrir los proyectos con NPV (net present value) positivo, incluyendo el aumento normal de necesidades operativas de fondos, incentiva a los directivos (*insiders*) a utilizar los excedentes para otros proyectos no del todo rentables (o ineficientes) con el objeto de evitar distribuir el excedente hacia los accionistas (*outsiders*), y por tal motivo los accionistas prefieren un crecimiento de la deuda (sustituyendo capital) con el objeto de limitar el cash disponible excedente e impedir el uso ineficiente de los mismos.

Las limitaciones que ofrecen las teorías del trade-off para dar una explicación completa de las decisiones relativas a la EC observadas en la realidad, supuso la consideración de nuevas variables explicativas asociadas a la existencia de asimetrías de información y conflictos de intereses entre los distintos agentes que intervienen en este tipo de decisiones (dirección, accionistas y acreedores).

## **Teoría del Orden de preferencias (TOP) o Pecking Order (PO)<sup>24</sup>**

Las teorías que rechazan la existencia de una estructura óptima de capital subrayan la importancia de información asimétrica entre administradores e inversionistas, condiciones de mercado que afectan la valoración de las empresas, factores tecnológicos y sectoriales de las empresas o relaciones de control entre los grupos de interés que participan en las decisiones de financiamiento de las empresas.

---

<sup>24</sup> En adelante escribo PO para referirme a la teoría del orden de preferencias o pecking order

En un primer enfoque, desarrollado originalmente por Ross (1977), la deuda es considerada como un medio para señalar la confianza de los inversionistas en la empresa. Se establece que los administradores conocen la verdadera distribución de fondos de la empresa, mientras que los inversionistas externos no. El concepto que se encuentra detrás de este enfoque es la diferencia entre la deuda, que es una obligación contractual de pago periódico de intereses y principal, y las acciones ordinarias, que se caracterizan por carecer de certeza en sus pagos.

A diferencia de TO, PO se apoya en la asimetría de información entre directivos e Inversores<sup>25</sup>, basándose en la idea de que aquellos agentes que actúan desde adentro de la empresa poseen mayor información sobre los flujos esperados de ingresos y las oportunidades de inversión que los que actúan desde afuera.

PO establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar en línea con la predicción de la teoría estática o del trade-off (TO) sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación decantándose en primer lugar por el financiamiento interno cuando éste está disponible, y recurriendo al financiamiento exterior sólo si es necesario, siendo la segunda opción la emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones.

El punto de partida de estas teorías son los trabajos de Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), donde se plantea que los inversionistas no conocen con certeza el valor presente neto de las oportunidades de inversión de las empresas, ni tampoco la forma en que ellas pueden ser valoradas si estas oportunidades no se aprovechan. Esta asimetría implica que las firmas, al enfrentar costos de selección adversa, emiten deuda o capital por menos de lo que ellas realmente valen. De aquí los autores derivan lo que se conoce como un orden de prioridades de financiamiento ("pecking order"<sup>26</sup>) por el cual las empresas prefieren financiarse con recursos propios y acudir a deuda y, posteriormente, a acciones cuando las necesidades de financiamiento superan la disponibilidad de estos recursos. Existe una jerarquía en un orden descendente en la forma en que las empresas prefieren financiarse que va de los fondos internos, a la deuda y, posteriormente, a las acciones.

Según Berlingeri (2009), en línea con este razonamiento, se ha documentado ampliamente que la respuesta promedio del mercado ante el anuncio de emisiones de acciones ha sido una caída en el precio de mercado de las mismas. En base a esta evidencia, PO sugiere que los costos de selección adversa asociados con la emisión de títulos son tan altos que dominarán cualquier otra consideración. Las firmas buscan evitar el riesgo de que la asimetría de información afecte sus decisiones de inversión y para ello siguen un orden jerárquico en sus decisiones de financiamiento. El mismo consiste en elegir la fuente de fondos disponible con menor costo de

---

<sup>25</sup> Asimetría de información ex ante

<sup>26</sup> Pecking Order como término es propuesto por primera vez por Myers (1984) al referirse a su trabajo conjunto con Majluf.

información asimétrica, es decir, aquella cuyo valor cambiará menos en el momento que la información interna con que cuentan los directivos sea revelada al mercado. A tal efecto, las firmas recurrirán, en primer término, a los fondos internamente generados y, en segundo lugar, a deuda, hasta el punto en que se agote su capacidad de emitir deuda con riesgo de default razonablemente bajo, y no hasta agotar su capacidad de endeudamiento. Recién a partir de este punto recurrirán a las restantes fuentes de fondos en orden creciente de asimetría, orden que, normalmente, es deuda riesgosa, títulos convertibles y capital externo.

Según PO, una firma que pierde dinero, terminará con una relación de endeudamiento alta. Si esto le genera suficientes costos esperados de insolvencia, intentará rebalancear su estructura de capital y mejorar su flexibilidad, emitiendo capital y asumiendo los costos de asimetría resultantes, aún cuando conservara cierta capacidad de endeudamiento, ya que las firmas buscan evitar cualquier costo material de insolvencia (Myers, 1984). Como vemos, PO reconoce sólo dos tipos de costos de las decisiones de financiamiento:

1. costos de información asimétrica o de selección adversa, los que aumentan a medida que se asciende en el orden jerárquico.
2. costos de las dificultades financieras, que se manifiestan a partir del momento en que la firma ya no puede emitir deuda con bajo riesgo de default.

A diferencia de TO, esta postura no plantea el problema en términos de una estructura de capital óptima, ya que considera que el balanceo entre beneficios y costos del endeudamiento es una consideración de segundo orden en la política financiera de las firmas, en comparación con la elección de la estructura financiera<sup>27</sup>. La flexibilidad financiera es una consideración de primer orden para PO. Myers señala al respecto que “la estructura de capital es una consideración de segundo orden en comparación con la elección de la estructura financiera”.

Recordemos que la estructura financiera es la forma en que se financian todos los activos de una empresa. Cada uno de los componentes de la estructura patrimonial: Activo = Pasivo + Patrimonio Neto, tiene su costo, que está relacionado con el riesgo. La deuda es menos riesgosa que el Capital, porque los pagos de intereses son una obligación contractual y porque en caso de quiebra los tenedores de la deuda tendrán un derecho prioritario sobre los activos de la empresa. Los dividendos, la retribución de capital son derechos residuales sobre los flujos de efectivo de la compañía, por lo tanto son más riesgosos que una deuda.

Según Suarez-Suarez (1996) las empresas necesitan disponer de recursos financieros. Según el origen, estos recursos los podemos agrupar en:

- Financiación interna.

---

<sup>27</sup> Término con el que Myers se refiere a la alocaación del control y la división del riesgo y el retorno de la firma entre insiders y outsiders. Por insiders me refiero a quienes administran y controlan la empresa y por outsiders al resto de agentes que mantienen algún interés en la misma.

- Financiación externa

La financiación interna o autofinanciación integra aquellos recursos financieros que la empresa genera por sí misma, sin necesidad de tener que acudir al mercado financiero. Se trata de las reservas, amortizaciones, provisiones y previsiones. Las reservas o retención de beneficios suponen un incremento del neto patrimonial o riqueza de la firma (autofinanciación por “enriquecimiento”), las otras tres partidas forman la autofinanciación por “mantenimiento”. La verdadera financiación – o autofinanciación propiamente dicha – está formada por las reservas de diferentes tipos (legal, estatutaria, voluntaria, etc.). Sólo cuando los beneficios son elevados, las empresas pueden repartir unos dividendos aceptables y retener en la empresa en forma de reservas una parte conveniente de esos beneficios. Compatibilizar ambos objetivos es algo muy complicado para las pequeñas y medianas empresas.

La financiación externa está formada por aquellos recursos financieros que la empresa obtiene del exterior. La financiación interna o autofinanciación resulta normalmente insuficiente para satisfacer las necesidades financieras de la firma y ésta tiene que acudir a la llamada financiación externa, bien sea emitiendo acciones, emitiendo obligaciones o acudiendo al mercado de crédito para obtener préstamos a corto, mediano o largo plazo.

De acuerdo con este enfoque, cambios en el coeficiente de endeudamiento de la empresa no implican un movimiento hacia un nivel óptimo u objetivo de este coeficiente, sino una respuesta a necesidades de recursos externos una vez los internos se han agotado. Y el valor que adquiera este coeficiente en un momento dado es el “resultado acumulado de financiamiento jerárquico a lo largo del tiempo” (Shyam-Sunder y Myers (1999): 223). Estos autores agregan que si existiera un target teórico de deuda óptima y las empresas estuvieran durante 20 años en valores alejados de dicho target, el mismo concepto de nivel de deuda óptima tiene poco sentido operacional. El buen desempeño de PO no se justifica solo en el hecho de que las firmas financian sus necesidades imprevistas de fondos con deuda de corto plazo. Los resultados de su investigación sugieren que las firmas planean financiar sus déficits de caja con deuda en forma anticipada.

En el contexto de pymes que cotizan en bolsa, la utilización de financiación interna en lugar de la externa favorece los intereses de la dirección porque:

- Se elude el examen directo al que los mercados financieros someten a la empresa cuando solicita financiación ajena;
- Se evitan riesgos de quiebra derivados de elevados ratios de endeudamiento;
- Se evita el costo que supone una nueva emisión de acciones en el mercado

PO es consistente con:

1. El elevado porcentaje que la autofinanciación empresarial representa en el pasivo empresarial, y

2. Con los estudios empíricos que analizan la EC y obtienen que la rentabilidad económica de la empresa influye negativamente en relación al ratio de endeudamiento.

En el caso de Pymes no cotizadas<sup>28</sup>, donde las asimetrías de información con respecto a los mercados financieros son mayores, la existencia de un orden de preferencia a la hora de seleccionar las fuentes de financiación no se explica, tanto por su efecto sobre el valor de las acciones, sino por el objetivo de evitar el intrusismo en el negocio (Holmes y Kent, 1991 y Hamilton y Fox, 1998).

Las empresas de reducido tamaño (pymes) asumen un cierto equilibrio entre unos costos de agencia prácticamente nulos a cambio de emprender nuevos proyectos que le permitan crecer. Y algo similar ocurre con las empresas más jóvenes que deben definir crecer lentamente manteniendo el propietario inicial el control mayoritario de la firma, o crecer más rápidamente perdiendo su independencia. Según Herrera et al (2006), el tamaño, la edad, el sector y la internacionalización parecen tener influencia en las políticas de crecimiento de las firmas y por ende en la estructura financiera en se basaran.

Hamilton y Fox, en relación al financiamiento inicial de una empresa, señalan que si bien el aporte del empresario es la principal fuente de financiamiento de las empresas, la proporción de este capital propio se ha reducido debido a una mayor participación de los bancos en el financiamiento de nuevos emprendimientos. Concluyen señalando que la brecha en la provisión de financiamiento para las pymes puede ser en parte consecuencia, más que la causa, de las decisiones financieras de los empresarios.

En el caso de las Pymes que no cotizan en mercados de capitales, la elección de la financiación interna permite evitar al director-empresario la disciplina que le impondría la búsqueda de recursos a través de préstamos, o bien la que supondría el compartir el negocio con otros socios a través de la emisión de nuevas acciones. Cuando la financiación interna no es suficiente, la vía al endeudamiento sólo es posible si la empresa ofrece adecuadas garantías e informes financieros suficientemente transparentes que compensen la selección adversa y el riesgo moral en el que incurre el prestamista.

Los estudios empíricos de Hubbard (1998) demuestran que hay una alta correlación entre la inversión de las empresas y los cambios en el valor neto de la empresa o de los fondos internos, y que esta correlación es más importante para las empresas que afrontan imperfecciones de los mercados financieros.

Sin embargo permanece el debate sobre si los estudios empíricos que analizan la sensibilidad de la inversión a variaciones en los flujos de caja consideran correctamente el impacto de las restricciones de financiación (Kaplan y Zingales, 1997). Kaplan y Zingales definen la ausencia de restricciones de liquidez<sup>29</sup> como la capacidad de una empresa para aumentar

<sup>28</sup> El objeto de estudio del presente trabajo es principalmente este segmento de empresas.

<sup>29</sup> Restricción de liquidez o financiera de una empresa implica que enfrentan una brecha entre la financiación interna y la externa. En base a esta definición, la mayor parte de las empresas probablemente puedan ser clasificadas como empresas que padecen restricción financiera.

su nivel de inversiones en un momento particular del tiempo. Otros autores, en cambio, opinan que las empresas pueden tener incentivos a mantener una capacidad de deuda o stock de caja, como esquema de fondo anticíclico para enfrentar posibles shocks desfavorables en el flujo de financiación interna. Y aunque el nivel de inversiones de una empresa esté más ligada a los flujos de caja internos más que a su rentabilidad futura, y de hecho esto demuestra una clara señal de restricción financiera, esto no sirve para medir el grado en que cada empresa sufre de estas restricciones.

Un ejemplo de prueba empírica fue el trabajo de Mayer y Sussman (2002), del cual se extraen algunas proposiciones:

- **Financiamiento interno:** De acuerdo a PO, la inversión se financia predominantemente con recursos internos. Los fondos derivados de operaciones corrientes (utilidades retenidas) y reservas acumuladas de períodos anteriores deben ser utilizados completamente antes de acudir a financiamiento externo a la empresa;
- **Dominancia del endeudamiento:** Bajo el marco de PO, la deuda es la forma dominante de financiamiento externo. El financiamiento con acciones o capital se da entre empresas de baja calidad;
- **Inexistencia de una meta:** De acuerdo a PO, las firmas sólo colocan acciones cuando están cerca de la insolvencia;
- **Emisión esporádica de acciones:** En presencia de costos fijos, las acciones se emiten con baja frecuencia y en montos grandes;
- **Ciclo de vida financiero de una firma:** el ciclo de vida financiero pasa antes por la opción del mercado de capitales antes que la deuda y no al revés;
- **Diferentes necesidades financieras:** Las firmas responden a necesidades financieras generadas por proyectos de inversión en forma diferente a las necesidades financieras asociadas con caída en los ingresos.

Si bien, al igual que en las corrientes teóricas que defienden una estructura óptima, aquí el objetivo de las empresas es la maximización de la riqueza de los accionistas, para las teorías del orden de prioridades la estructura de capital queda indeterminada. En los próximos capítulos se expone evidencia empírica, que si bien parcialmente contrapone las proposiciones expuestas precedentemente, ratifica la preferencia por el financiamiento interno.

## **El Ciclo del Crecimiento Financiero de la Empresa**

Las pymes atraviesan por varias etapas de cambios en su evolución hacia una gran empresa. Esto se da en los casos en que sus accionistas proyectan el crecimiento de su empresa, ya que de hecho muchas empresas pyme mantienen su tamaño a lo largo del tiempo y los excedentes son utilizados por sus accionistas para diversificar actividades.

Por lo tanto se afirma que una sola teoría es difícil que pueda explicar la estructura de capital adoptada, y resulta razonable pensar que varias teorías

pueden ayudar a explicar el comportamiento de la estructura de capital y financiamiento general de activos en cada una de las etapas de desarrollo de la empresa. Esta idea se ve reflejada en el ciclo de crecimiento financiero propuesto por Berger y Udell (1998).

Las pequeñas y medianas empresas pueden tener un ciclo de crecimiento financiero en el cual sus necesidades financieras y fuentes alternativas de financiamiento cambian a medida que el negocio crece, adquiere mayor experiencia y reduce su opacidad informacional.

En la medida que la empresa es más pequeña y/o más joven debe, en general, basarse principalmente en financiamiento interno, crédito comercial (recursos que luego se tornan espontáneos) y/o inversores ángeles (*angel finance o business angels*<sup>30</sup>).

Berger y Udell denominan como *insider finance* al financiamiento interno inicial, el cual es provisto por el equipo de personas que organizan y lanzan el start-up del emprendimiento, aportes de las familias y amigos.

A medida que la empresa crece, se puede ir ganando el acceso a fondos de capital de riesgo privados (venture capital) y deuda financiera a través del mercado bancario y otras compañías financieras. Eventualmente si una firma sigue creciendo, y va forjando una buena reputación, podrían incluso llegar a tener acceso a los mercado de capitales tanto para emisión de acciones como para colocación de deuda.

La noción de que las firmas evolucionan a partir de los ciclos de crecimiento financiero se encuentra apoyada en la literatura Pratt y Morris (1987) en Berger y Udell (1998). Son generalmente aceptados los escenarios de financiamiento para las empresas con alto potencial de crecimiento, las cuales son atractivas para inversores ángeles en una primera etapa y para fondos de capital de riesgo en una etapa posterior.

El escenario del start-up<sup>31</sup> se asocia normalmente al desarrollo de un plan formal de negocios. Esto sirve a las veces de documento de presentación para con los ángeles inversores. En cambio, los fondos de capital de riesgo llegan algo más adelante, después que el producto de la firma es testado exitosamente en el mercado, para poder cubrir el financiamiento a mayor escala para penetración y desarrollo del mercado.

Los fondos de capital de riesgo<sup>32</sup> suelen denominarse como medio de financiación de carácter intermedio. Sin embargo no puede generalizarse como parte de un ciclo de crecimiento de las firmas pymes, ya que este tipo de entidades (organizadas bajo diferentes formas societarias) requiere

---

<sup>30</sup> Los business angels son individuos que invierten directamente en empresas pequeñas generalmente mediante acciones comunes (Berger y Udell, 1998).

<sup>31</sup> start up es el inicio de un negocio, por ende no tiene historia para mostrar, pero si es posible separar un buen proyecto de un mal proyecto de negocios. Sin embargo el racionamiento es general para los start up.

<sup>32</sup> El capital de riesgo es una actividad financiera profesionalizada que varía su esquema de actividad según el país de que se trate. Proporcionan capital a las pymes bajo la forma de capital propio (accionistas) con carácter temporal y normalmente con participación minoritaria. No se puede hablar de un periodo exacto de permanencia de los fondos de capital de riesgo en las empresas en que intervienen.

determinadas características de las firmas en las que invierten. Fundamentalmente apuntan a empresas con alto potencial de crecimiento a nivel facturación y con participación en mercados no maduros. Adicionalmente tienen que existir la posibilidad de salida (recupero de la inversión más la ganancia por el incremento patrimonial por resultados), la cual puede ser a través del mercado de capitales (difícil en países como la Argentina) y/o la existencia previa de potenciales empresas interesadas en ingresar al rubro en diferentes mercados del mundo.

El saber convencional argumenta que el financiamiento bancario (y de otras instituciones financieras) normalmente no estarán disponibles para estas empresas que se inician hasta tanto alcancen un nivel de actividad que permita que sus estados contables reflejen cierta acumulación de activos tangibles que puedan ser utilizados como colaterales (como ser créditos a cobrar, inventario y bienes de uso y equipos). Esto se condice con la evidencia empírica que respalda que los fondos de capital de riesgo (*venture capital*) tienen mayor probabilidad de ser utilizados para financiar activos intangibles (como ser el proyecto de la empresa a futuro luego de haber superado la etapa de start-up), mientras que el financiamiento con deuda se utiliza usualmente para financiar activos tangibles.

La secuencia de los medios de financiación utilizados a través del ciclo de vida de una firma puede seguir la noción del pecking order. Myers (1984), y Myers y Majluf (1984) argumentan a favor de la utilización de contratos de deuda después que la capacidad de autofinanciación llega a su límite, y que tales contratos de deuda incluyen tanto crédito comercial como préstamos bancarios.

Pese a lo expuesto, los autores señalan que el paradigma del ciclo de crecimiento no intenta poder aplicarse a todas las pequeñas y medianas empresas, y que el tamaño de la firma, sus años de vida y la disponibilidad de información (en oposición a opacidad informativa) están muy lejos de estar perfectamente correlacionadas. Por lo expuesto, este enfoque solo intenta proporcionar una idea general de las fuentes de financiación en las diferentes fases del ciclo de crecimiento financiero de una empresa.

## **2.2) La asimetría de información, el consecuente racionamiento de crédito y su justificación teórica.**

### **Teoría de las Asimetrías de la Información**

La Teoría de las Asimetrías de la Información se refiere a situaciones en las que una de las partes involucradas en una transacción tiene más información acerca de esta operación que la otra; esta información desigual puede llevar a una selección adversa, situación que se recrudece en un mundo de mercados globales y con una economía cada vez más centrada en el conocimiento. Los problemas de la calidad y la adecuada distribución de la



información se tornan más importantes que nunca, en particular para países emergentes.

Numerosos mercados se caracterizan por diferencias informacionales entre compradores y vendedores. En los mercados financieros, la asimetría de información es particularmente pronunciada. Quienes solicitan un préstamo conocen la calidad de sus colaterales, la capacidad de pago de su empresa y su rectitud moral de mejor forma que los prestamistas; el empresario posee información privilegiada ("*inside information*") acerca de los proyectos por los cuales requiere financiamiento (Leland, 1977).

Sin transferencia de información, los mercados financieros tendrán un desempeño por debajo de sus posibilidades. Para proyectos de buena calidad (o perspectivas positivas) es necesario que se produzca la transferencia de información entre prestatario y prestamista. Esta información puede provenir a partir de diversas señales y una de ellas es el deseo del empresario de invertir sus propios recursos en su proyecto o empresa, y el prestamista le otorga gran valor a aquellos proyectos con exponen información transferida a través de señales.

El fenómeno de selección adversa, se observa en un sinnúmero de situaciones como, por ejemplo, en la conducta de los agentes y aún de las instituciones de regulación económica y social; puede afirmarse que aunque estas situaciones no son la causa de las asimetrías sí explican la necesidad y la existencia de los agentes e instituciones en los mercados.

La razón fundamental para considerar esta teoría dentro del sustento teórico particular del presente trabajo, radica en el hecho de que permite explicar cómo las tasas de interés, en ocasiones, y la accesibilidad a garantías, casi siempre, son utilizadas como instrumento de racionamiento del crédito y, dado que algunas veces las tasas de interés son muy elevadas ante la inexistencia de garantías adecuadas, pueden ocasionar el no pago de los préstamos, aún cuando los tomadores de fondos hayan aceptado las condiciones iniciales del crédito.

Una vez planteado los aspectos relevantes de la Teoría de Asimetría de Información y observando cómo influye ésta en la relación existente entre agente y principal en un contrato de préstamo financiero, resulta relevante investigar cómo considera el sistema financiero argentino la mejor forma de manejar el tema de las tasas de interés y las garantías en los instrumentos de crédito ofertados a las empresas.

Ante una situación de racionamiento de crédito, la elevación del tipo de interés conduce a un mayor riesgo en los prestatarios, dado que éstos tendrán que afrontar inversiones más arriesgadas. A partir de cierto tipo de interés, la oferta de crédito disminuye debido al mayor riesgo implícito en dichas operaciones. Es en este contexto donde las garantías han funcionado como mecanismos apropiados para reducir los problemas de selección adversa y riesgo moral asociados a la información asimétrica. Sin embargo también la

exigencia de un nivel elevado de garantías<sup>33</sup> puede provocar problemas de riesgo moral (induciendo a proyectos más arriesgados o desincentivando el cuidado de las garantías) y selección adversa (expulsando a los proyectos con menos riesgo).

La confianza en el rescate estatal ante una eventual crisis también puede favorecer el desarrollo de la selección adversa. Todo mecanismo de salvataje explícito o implícito para los bancos puede tender a relajar la evaluación de riesgo y hacer que los bancos se vuelquen hacia proyectos de alto riesgo. Lamentablemente también buscan alta rentabilidad y por ende el segmento pyme también puede verse racionado, ya no ahora por el riesgo del negocio sino por su baja rentabilidad relativa en relación a otro tipo de inversiones disponibles para los bancos.

Volviendo a los créditos, los acreedores deben sentir, con alguna confianza, que los préstamos otorgados por ellos serán repagados y que su activo no está seriamente comprometido. Esto no siempre es así y en algunos casos los activos de los bancos están seriamente comprometidos y no siempre están al tanto de esta situación.

Algunos autores afirman que los prestamistas combinan el tipo de interés y la exigencia de garantías a la hora de definir su cartera de préstamos. A los préstamos considerados de menor riesgo por un mayor nivel de garantías les aplican un menor precio; por el contrario a las empresas con mayores niveles de riesgo se les exige un tipo de interés muy superior por tener un nivel de garantías inferior.

## **- Principales referentes sobre Información Asimétrica y Racionamiento del crédito**

Durante los años 70, los economistas sentaron las bases de una teoría general de los mercados con asimetría de información, lo que abrió una vía a un amplio abanico de aplicaciones: desde los análisis de los mercados agrícolas tradicionales a los mercados financieros tradicionales. Las contribuciones de Michael Spence y Joseph Stiglitz han constituido el núcleo de la teoría moderna de la economía de la información. Iniciado a comienzos de los años 80, el estudio de la información asimétrica en los mercados financieros ha concitado, y lo sigue haciendo, una importante atracción tanto en los círculos académicos como profesionales.

La “asimetría de información” describe el fenómeno según el cual algunos agentes económicos tienen más información que su contrapartida. Los que piden un préstamo por ejemplo, tienen un mejor conocimiento de su solvencia que los prestamistas, los directores generales de una empresa tienen un mejor conocimiento de la rentabilidad de esa firma que los accionistas, y los que suscriben una póliza de seguros conocen mejor el riesgo de accidente que sus aseguradores.

---

<sup>33</sup> Por nivel elevado de garantías me refiero a requerimientos excesivos en función al monto o tipo de préstamo que sólo pueden ser aceptados en situaciones críticas.

Los premios Nobel de economía del año 2001 sentaron las bases de una teoría sobre los mercados y su relación con la información asimétrica; sus teorías constituyeron las bases de la información económica moderna, y han tenido posteriores aplicaciones sobre análisis de mercados. El Premio Nobel fue otorgado dicho año a George Akerlof, a Michael Spence, y a Joseph Stiglitz, por su trabajo acerca de la asimetría de la información.

Explicaron de que manera, la falta de información dificulta el desarrollo de los países pobres y que, los desajustes en los mercados de algunos países eran imputables a una mala circulación de la información (Akerlof G., 1970), de esta manera relacionaron la carencia de información y los mercados financieros. El uso del concepto información asimétrica por estos autores, propició en la disciplina económica un nuevo interés por el análisis de los mercados financieros y permite, en la actualidad, entender mucho mejor sus imperfecciones.

Durante doscientos años los economistas utilizaron modelos económicos simples que asumían que la información es perfecta, por ejemplo, que todos los participantes tienen el mismo transparente conocimiento de los factores relevantes. Ellos sabían que la información no era perfecta, pero tenían la esperanza de que un mundo con moderadas imperfecciones en la información fuera semejante a un mundo con información perfecta. Stiglitz-Akerlof-Spence mostraron que esa noción estaba mal fundamentada: incluso las pequeñas imperfecciones en la información podrían tener profundos efectos en la forma en la que se comporta la economía.

El Comité del Premio Nobel citó su trabajo acerca de la "asimetría de la información", un aspecto de las imperfecciones causadas por el hecho de que distintas personas en un mismo mercado saben distintas cosas. Por ejemplo: el vendedor de un auto puede saber más sobre su auto que el comprador; quien compra un seguro puede saber más sobre sus posibilidades de tener un accidente (tales como la forma en la que maneja) que quien vende el seguro; un trabajador quizá sepa más acerca de sus habilidades que un patrón potencial; la persona que pide prestado tal vez sepa más sobre sus posibilidades de pagar un préstamo que quien otorga el crédito. Pero las asimetrías de la información son sólo una faceta acerca de las imperfecciones de la información, y todas ellas -incluso cuando son pequeñas- pueden tener fuertes consecuencias.

Sus modelos ayudaron a explicar por qué los mercados no funcionaban de la manera en la que lo dictaba la teoría estándar: por qué los mercados podrían no existir, por qué haya quizá desempleo, por qué se puede dar el racionamiento de créditos. También explicaron por qué los golpes a la economía pueden ser amplificadas y sus efectos persistir mucho tiempo después de que el temblor original desaparece. El trabajo se relacionó con la noción, planteada por Adam Smith (1723-1790), de que los mercados eficientes llevaban, "como guiados por una mano invisible", a resultados eficientes. Los autores citados sugirieron que la mano invisible no sólo era imposible de ver, sino que no estaba ahí, o a lo sumo era mucho más débil que lo que expresaba Smith. Luego Stiglitz junto a Bruce Greenwald (1984), demostraron que al

interior de una economía de mercado hay intervenciones, por parte del gobierno, que pueden mejorar la situación de todos, incluso cuando el gobierno enfrenta las mismas imperfecciones en la información que el sector privado. Lo que demostraron es que, tan pronto como uno reconoce que la información es imperfecta, como realmente lo es, se puede demostrar que esos "externalismos" son penetrantes y que las fallas del mercado son similarmente penetrantes.

Las asimetrías en la información se relacionan con las asimetrías en el poder económico (de mercado). Hay un papel que puede interpretar el gobierno, no sólo corrigiendo las fallas de mercado, sino también reparando esas asimetrías en el poder.

El modelo de Joseph Stiglitz y Andrew Weiss (1981) es una de las teorías económicas más interesantes. Stiglitz-Weiss analizan el fenómeno del racionamiento del crédito (es decir, dar menos créditos que los que por lógica de mercado se deberían conceder) en mercados con información imperfecta. Modelan el mercado de préstamos y llegan a una conclusión importante: en los mercados con información imperfecta donde el precio pueda ser utilizado como mecanismo de monitoreo o de señalización, se producen distorsiones que impedirán inevitablemente una adecuada asignación de recursos. También advierten respecto a otras conclusiones secundarias:

a) en determinados casos se produce un mecanismo perverso: si un cliente está dispuesto a pagar más interés por un préstamo que otro cliente, el banco lo penaliza, por el sólo hecho que esté dispuesto a pagar más, ya que el banco asume que existe algo negativo en la empresa solicitante o proyecto que no se expone en la solicitud de crédito

b) suponiendo que hay dos clientes idénticos, si el banco le concede el préstamo con una tasa de interés mayor al que debería ofrecerle, es frecuente que el comportamiento del cliente se modifique y tome mayores riesgos en su proyecto financiado en relación al cliente idéntico, al que se le concedió el préstamo a menor tasa. Esta conclusión es muy llamativa y es una especie de auto profecía perversa. El caso es que el banco es consciente de esta situación y no presta a altos tipos de interés para evitar la motivación de conductas arriesgadas de sus clientes, aunque el resto de los parámetros sean correctos

c) en determinados casos Stiglitz-Weiss (1981) demuestran que si un banco exige más garantías a un cliente, está atrayendo a clientes con mayor riesgo, y por tanto la rentabilidad baja. Puede suceder por ejemplo que alguien que haya arriesgado mucho en el pasado pueda poner suficientes garantías sobre la mesa para pegar otro "pelotazo".

El valor de los descubrimientos de Stiglitz-Weiss descansa no solo en explicar comportamientos hasta entonces contra intuitivos, sino en demostrar que no hay manera conocida de corregir esos vicios, porque están insertados de manera intrínseca en el mecanismo de precios. Además esta teoría es muy importante porque es interesante avanzar en el estudio de las imperfecciones

en el mercado de préstamo, que es uno de los más relevantes de la sociedad. Ser capaces de hacer funcionar mejor este mercado tiene un impacto social altísimo.

Un aspecto clave para un mundo imperfecto es la asimetría de información. En la mayoría de las situaciones, las dos contrapartes de una transacción comercial o financiera tienen diferente información acerca del bien o servicio que se comercializa. Normalmente los vendedores tienen más información del producto que venden que los compradores. Esto puede conducir a la selección adversa, situación en la cual prevalecen ofertas de productos de menos calidad a menos que se tomen ciertas acciones, a saber:

- *señales informativas*
- *monitoreo a través de diversos canales o agentes*
- *combinación de señales y monitoreo (signalling – screening)<sup>34</sup>*

Leland y Pyle (1977) desarrollan un modelo de señalización a partir de la participación con capital propio en los proyectos que requieren financiamiento adicional.

Grossman y Stiglitz (1980) demostraron una contradicción interna de la teoría de la competencia perfecta. Una de las principales virtudes que sostiene la tradición de la competencia perfecta, es que los precios reflejan toda la información disponible en el mercado. Pero si este fuera el caso, ningún agente tendría incentivo de ir en búsqueda de información, ya que la tendrían gratis con sólo mirar los precios del mercado. Sin embargo, si ningún agente busca información, entonces los precios no tendrían información alguna para reflejar. Esta paradoja establece las bases para el argumento que dice que la información imperfecta en los mercados es más bien la regla y no la excepción. La mano invisible de Adam Smith podría ser, en el mejor de los casos, una guía imperfecta.

Es un hecho que diferentes personas conocen mejor o saben más acerca de diversos temas en relación a otras:

- *los trabajadores conocen más acerca de sus verdaderas habilidades que la empresa para la cual trabajan;*
- *la persona que contrata un seguro sabe más acerca de su situación particular en relación a los riesgos que desea cubrir que la cía. de seguros;*
- *el dueño de un auto sabe más acerca del mismo que los potenciales compradores;*
- *el dueño de una empresa sabe más acerca de esta que un potencial nuevo inversor;*
- *el solicitante de un crédito sabe más acerca de su riesgo (risk and risk taking) que quien evalúa prestarle.*

---

<sup>34</sup> Screening implica diferentes formas de monitoreo. Algunos lo definen como un mecanismo de control de la selección adversa que opera como un señuelo. Ejemplo: los individuos más riesgosos querrán mayor cobertura y, por ende, a los planes con mayor cobertura se les asigna un precio superior al simplemente derivado de la estimación actuarial, por cuanto la compañía de seguros estima que su frecuencia de uso será mayor. Otro mecanismo que reduciría el problema de selección adversa lo que la teoría conoce como señalización (Spence, 1973). En teoría, un individuo que conoce su característica y sabe que ésta es "buena" es capaz de informarla a la compañía a través de señales indirectas y menos costosas para aquellos menos riesgosos. Así, un cliente señala su característica de riesgo antes de contratar un seguro general a través de, por ejemplo, mostrar su bajo historial de siniestralidad, señalización de baja siniestralidad que no puede hacer quien tiene altas tasas de siniestros.

Sin embargo mientras la primera literatura acerca de información asimétrica se enfocó en estas simples situaciones previamente descritas, el problema de la información imperfecta es mucho más profundo. Una persona puede saber poco acerca de su estado de salud y una compañía de seguros puede estar muy bien informada a través de simples exámenes. Parte del problema de información asimétrica es inherente a la naturaleza humana. De hecho una persona conoce más acerca de uno mismo que cualquier otra persona. Algunas asimetrías surgen naturalmente de procesos económicos, como ser:

- *una empresa obtiene información valiosa en su proceso de negociación con un proveedor, información que otras empresas del sector quizá no tengan;*
- *el actual empleador conoce más acerca del potencial de un empleado que otras firmas en el mercado;*
- *el dueño de un auto sabe si un auto es un o no un limón (en los términos de Akerloff), vale decir si está vendiendo algo en buenas o malas condiciones;*

Mientras estas asimetrías de información surgen naturalmente, su grado de impacto y sus consecuencias dependen de cómo el mercado está estructurado, y su reconocimiento afecta el comportamiento del mercado. Uno de los importantes aportes del trabajo de investigación en esta área muestra como la información asimétrica puede conducir a mercados muy estrechos o bien inexistencia de ciertos mercados (Akerlof, 1970).

En muchas ocasiones existen externalidades de información (Stiglitz et al, 1984). La existencia de asimetría de información afecta la naturaleza de una licitación de negocios. Aquellos que consideran que no están suficientemente informados entienden que ganarán sólo ofreciendo mucho y quizá más de lo que vale el negocio en cuestión, y esto hace decrecer su interés en seguir en la contienda.

Trabajos más recientes demostraron como los mercados crean problemas de información, en su intento de explotar el poder del mercado. El manejo de información dentro de una gran compañía es un ejemplo simple de situación. El manager que maneja cierta información está mejor posicionado que sus colegas. Las firmas también pueden explotar su información diferencial en relación a otras empresas con diferentes costos de búsqueda de información.

Trabajos más recientes se han enfocado en los sistemas de información de las empresas y su relación con los problemas de asimetría de información, bajo el supuesto de falta de utilización de instrumentos de información de gestión por parte de las pymes (Dapena-Dapena, 2003).

Al enfrentar la asimetría de información cabe tener en cuenta los siguientes factores clave en la búsqueda de mayor y mejor información:

- cuáles son los incentivos para obtener información;
- cuáles son los mecanismos para lograrlo.

El análisis de la educación como elemento clave del monitoreo sugiere los incentivos fundamentales: algunos individuos y empresas tienen incentivos en exponer (en vez de ocultar) información. Aquellos con ciertas ventajas respecto al resto desean que el mercado conozca esas diferencias, siempre y cuando el costo de tal exposición no supere los beneficios de la misma. Según Stiglitz esto llevaría a la información completa en cada mercado, ya que cada empresa buscaría exponer sus diferencias respecto de colegas con peor situación relativa y así sucesivamente hasta llegar al peor posicionado de cada segmento de mercado.

Pero si tiene que haber información para llevar adelante el monitoreo habrá entonces competencia imperfecta en monitoreo. La economía entonces tendrá que elegir entre dos fuentes diferentes de imperfección: imperfecciones de información e imperfecciones de competencia, y de hecho existirán las dos formas de imperfección.

Si la información fluyera instantáneamente hacia el mercado y en forma perfecta a través de toda la economía (mercados totalmente eficientes a nivel información), entonces nadie tendría incentivos en buscar o recolectar información ya que de hecho no tendría sentido hacerlo. Grossman y Stiglitz explican (1980) porque los mercados no pueden ser totalmente eficientes a nivel información.

En los modelos simples existe un camino sencillo para resolver el problema de información asimétrica: dejar que cada persona o empresa exponga su verdadera situación, sus reales características. El problema subyacente radica en aquellos individuos o empresas que no tienen incentivos en exponer la verdad. El de peor situación relativa tendrá incentivos para mentir, o al menos para ocultar la realidad. Hablar acerca de uno mismo es simple y barato pero tienen que existir otros caminos para que la información sea confiable.

En el mercado de autos usados (Akerloff, 1970) el grado de asimetría entre comprador y vendedor influye en el precio en que el comprador está dispuesto a pagar (cuanto menos informado está menos está dispuesto a pagar). A la inversa, en el caso de vendedores, aquellos de buena fe y con autos en muy buen estado no están dispuestos a bajar su precio por la desconfianza generalizada en el estado de los autos del mercado usado. Lo mismo que ocurre con los autos (desde el muy buen estado al peor estado) ocurre con las empresas y sus proyectos. Las hay buenas y con buenos proyectos, buenas con malos proyectos, malas con buenos proyectos y malas con malos proyectos.

Una elección de la fuente de financiamiento consiste en determinar si se utiliza la banca o el mercado, lo cual significa optar entre accesos indirectos o directos. Estos últimos conectan directamente a los prestadores con los tomadores y son fundamentalmente las bolsas de valores y los mercados abiertos a través de acciones u obligaciones negociables. El indirecto, que debiera ser el más usual, capta los fondos y los canaliza a través de los bancos. Ahorristas y tomadores de fondos se vinculan a través de las

instituciones financieras. A priori, la presencia de bancos en relaciones de largo plazo ayuda al monitoreo de las firmas y en consecuencia se reduce el problema de asimetría de información, al menos parcialmente.

Actualmente existe mucha literatura acerca de la optimización de acuerdos financieros bajo diversos supuestos de información, y aunque con diversidad de criterios, en general confluyen en la problemática del alto costo para obtener la información que permite clasificar los buenos proyectos de los malos. Wang y Williamson (1993) proponen un modelo para situaciones de selección adversa en mercados de crédito con alto costo de monitoreo. Wang y Williamson sostienen, por un lado, que si el problema de selección adversa es muy severo, el monitoreo (screening) será utilizado sin importar cuán elevado es su costo. Por otro lado también señalan que las probabilidades de realizar un monitoreo se reduce y las tasas de interés se elevan cuando el costo de monitorear crece.

Akerlof (1970) refiere que cuando la información es asimétrica y unos tienen más y mejor información que otros, los mercados no funcionan como en los modelos tradicionales y se requieren incentivos, señales e instrumentos adicionales tales como normas, garantías, contratos, regulaciones, información pública, marcas con reputación, buena intermediación, etc., para que los actores se encuentren en igualdad de circunstancias. Se trata de restablecer la igualdad de oportunidades en el mercado financiero de los diversos proyectos empresariales, de manera que la asignación de recursos obedezca a los parámetros de rentabilidad y riesgo de los proyectos y no queden excluidos por la variable riqueza algunos de ellos.

En relación a las garantías, Berger y Udell (1995)<sup>35</sup> señalan que los bancos resuelven los problemas de asimetría de información produciendo y analizando información y estableciendo las cláusulas contractuales, tales como el tipo de interés o las garantías requeridas. Por otra parte, la posibilidad de poder ofrecer otras garantías adicionales fomenta o incentiva que las pymes puedan presentar proyectos, incluso innovadores, y establece una creencia y/o complicidad compartida, entre el solicitante del crédito y su garante sobre que el proyecto financiado será exitoso.

Pero no todos piensan lo mismo. En la vereda contraria se ubican Stiglitz y Weiss (1981), quienes plantean que un aumento de las garantías incrementa el costo de las inversiones lo que conlleva un efecto de selección adversa, dado que son los prestatarios más arriesgados los que están dispuestos a ofrecer mayores garantías; al mismo tiempo, Igawa y Kanatas (1990) señalan que en un mercado caracterizado por existencia de asimetría informativa la presencia de garantías puede incentivar en lugar de reducir el riesgo moral ya que el deudor puede "mal utilizar" los activos comprometidos como colaterales. Cuando crecen las garantías se desincentiva a la empresa a cuidar esos

---

<sup>35</sup> Estos autores analizaron una muestra de 3.400 encuestas a clientes de líneas de crédito. Fue realizada por la Reserva Federal Estadounidense y la Small Business Administration, entre 1988 y 1989. Los resultados confirman que las relaciones duraderas abaratan los costes de captación de información y, en línea con otros estudios previos, como el de Petersen y Rajan (1994), que predice una reducción de los tipos de interés conforme la relación madura. Estos resultados contradicen los resultados obtenidos por Sharpe (1990) que demostraban una estrategia de reducción de precios al comienzo de la relación para ser compensados conforme la relación maduraba.



activos en situaciones de morosidad ya que, ante la previsible quiebra, el beneficiario será el acreedor.

Petersen y Rajan (1997) sostienen que la práctica habitual de los proveedores comerciales de otorgar créditos de corto plazo genera ventajas informativas por sobre las instituciones financieras. Los proveedores obtienen información transaccional en forma rutinaria y a bajo costo. Pese a lo expuesto, los proveedores comerciales no se apoyan en la información generada por *lending relationship*. Recolectan y utilizan diferente información en relación a lo que hacen los bancos. El monitoreo del desempeño de pago, el uso de descuentos por pronto pago y el grado de actualidad es esta información transaccional, son los elementos utilizados para evaluar el riesgo de crédito.

Sharpe (1990) indica que la competitividad fuerza a los bancos a captar empresas nuevas, lo que puede conducir hacia calidades de riesgo bajas y con menores experiencias. Esta ineficiencia se puede solventar con contratos de garantía, si bien son caros y difíciles en un entorno complejo. También señala que la relación con el cliente se desarrolla favorablemente en el proceso de otorgamiento de crédito bancario ya que los bancos son instituciones que aprovechan muy bien el proceso de conocimiento que se va generando con la transaccionalidad.

La información asimétrica es una de las razones por la que existen los intermediarios en el mercado financiero. Para el manejo de diversos activos financieros, información que no se encuentra pública y fácilmente disponible puede ser obtenida a partir de la inversión de determinada cantidad de recursos. Esta información puede permitir a los intermediarios obtener beneficios de su actividad (precisamente de intermediación) obteniendo y vendiendo sus diversas clases de activos con el valor agregado de la información recogida. Pero la venta de activos financieros depende de la calidad de la información que recoge el intermediario (su especialidad en recolección de información) y de la credibilidad que va logrando con el transcurso del tiempo a partir de la base de información especializada que maneja.

## **2.3) Teorías sobre contratos financieros**

### **Teoría de la Agencia**

#### **- Introducción**

Se denomina agente a una persona que actúa en nombre de otra -el principal-. Las relaciones entre ambas partes son estudiadas en el marco de la teoría de la agencia<sup>36</sup>, cuyo objetivo es mostrar cómo las empresas difícilmente

---

<sup>36</sup> La definición más clásica de relación de agencia es la ofrecida por Jensen y Meckling (1973): "contrato bajo cuyas cláusulas uno o más individuos (principal) contrata a otro individuo (agente) para que realice un determinado servicio en su nombre, lo que supone una cierta delegación de autoridad en el agente"

se comportan de manera que maximicen su valor que, como recordaremos, es la suposición básica de la mayoría de los modelos de análisis económico-financieros.

La divergencia entre los diferentes intereses de los agentes y de los principales da lugar a los denominados problemas de agencia. Así, por ejemplo en el caso de la empresa, los directivos pueden estar tentados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en el de los accionistas. Esto implicará la necesidad de diseñar un sistema adecuado de incentivos, restricciones y penalizaciones con objeto de asegurarse de que los directivos (agentes) actúan en sintonía con los intereses de los accionistas (principales). Claro que dicho sistema implica costos que, evidentemente, se denominan costos de agencia, cuya consideración es de suma importancia en el proceso de toma de decisiones empresariales<sup>37</sup>.

Los problemas de agencia surgen debido a la asimetría de la información, es decir, si el principal conociese exactamente todas las acciones del agente (o toda la información que éste posee), éste último no actuaría a favor suyo y en contra de los intereses de quien le paga. Por tanto, no habría problemas de agencia si fuese posible realizar un seguimiento de las acciones del agente a un costo razonable. Pero esto, obviamente, es imposible en muchas ocasiones debido a que el agente tiene acceso a una información que se encuentra fuera del alcance del principal y que le induce a actuar en un sentido que pasará inadvertido a éste último.

En las relaciones contractuales existentes entre los diversos componentes de la empresa moderna existen problemas de agencia. Así, por ejemplo, los prestamistas invierten su dinero en la empresa a cambio de la promesa de recibir periódicamente unos intereses y la devolución de su dinero al final del período pactado. Pero los recursos financieros que aquéllos han prestado a la empresa se invierten en activos que son elegidos por los directivos de la compañía y no por los propios prestamistas, por ello si éstos creyesen que su dinero va a correr más riesgo que el deseado forzarán a la empresa, a través de las denominadas cláusulas de protección, a no arriesgarlo más allá de un límite determinado, lo que representa otro costo de agencia.

#### **- Las relaciones principal - agente**

Cualquier situación en la que una o más personas han delegado la autoridad, a la hora de tomar decisiones a otra u otras personas, puede describirse en términos de relaciones principal-agente. Así, por ejemplo, los vendedores, los gestores de fondos, los directivos de sociedades cooperativas, los abogados, los agentes de viajes, los agentes inmobiliarios o los directivos de las compañías, que son contratados por los accionistas para que gestionen la empresa en su nombre. Profundizando en este último ejemplo, podemos decir que en cada nivel del organigrama empresarial al delegar autoridad en la

---

<sup>37</sup> Existe otra fuente de costos de agencia. Se trata de los costos en los que se incurre como resultado de los problemas de autocontrol, por acciones que pueden perjudicar tanto a su autor como a los demás. Se puede leer del tema en Shefrin y Thaler (1981), "An economic theory of self control".

toma de decisiones se produce una relación principal-agente (véase la tabla siguiente).

La relación principal agente de hecho puede existir aunque no haya una relación contractual entre las partes que explicita la misma.

<b>Entidad</b>	<b>Principales</b>	<b>Agentes</b>
Sociedad anónima	Accionistas	Directivos
Sociedad anónima	Obligacionistas y acreedores	Accionistas
Sociedad anónima	Consumidores	La empresa
Empresa controlada	Prestamistas	Propietario-directivo
Fondo de inversión	Inversores	Gestor del fondo
Fondo de pensiones	Pensionistas	Gestor del fondo

Los problemas de agencia surgen cuando hay un conflicto de intereses entre el principal y su agente. Si el principal tuviese un conocimiento exacto de las acciones del agente, o el contrato que les liga fuese tan perfecto que los intereses de ambas partes resultaran coincidentes (por ejemplo, si los intereses del agente se consiguieran plenamente al mismo tiempo que logra satisfacer totalmente los intereses del principal) no existirían problemas de agencia. Pero como nuestro mundo es imperfecto y la información no fluye igual para ambas partes, sino que es asimétrica, debemos buscar aquellos contratos financieros que minimicen los problemas de agencia.

Estos conflictos también pueden surgir entre partes que a priori no parecen tener una relación principal-agente y, sin embargo, sí se pueden modelizar como tales. Un clásico ejemplo es la relación accionistas-obligacionistas que se define como agente-principal porque los segundos tienen interés en que las decisiones empresariales que los primeros (o sus agentes) tomen sobre la forma de invertir el dinero prestado proporcione buenos resultados y no lleve a la empresa a la quiebra; porque los prestamistas no podrían recuperar su dinero ni los intereses de su préstamo. Concretando, las decisiones concernientes a la utilización de los activos dependen de los accionistas, mientras que la riqueza de los obligacionistas es función de los resultados de dichas decisiones.

Una gran cantidad de las decisiones que implican conflictos de intereses en un contexto principal-agente se modela a través de los denominados derechos contingentes<sup>38</sup> sobre la empresa.

Por ejemplo, las acciones ordinarias pueden ser contempladas como una opción de compra sobre los activos de la compañía, de tal manera que sólo les interesará a los accionistas adquirirlos si su valor supera al de la deuda; en caso contrario, los acreedores se los quedarán. Así, muchas de las características concernientes a las opciones pueden aplicarse a los conflictos de intereses que surgen en las relaciones de agencia. La visión de la empresa como un abanico de derechos contingentes y de relaciones principal-agente

<sup>38</sup> Es un derecho que se puede ejercer según se den determinados resultados o no. Por ejemplo, una opción se ejercerá antes de su vencimiento si proporciona beneficios (*in the Money*) a su propietario. El valor de la opción depende, deriva, o es contingente del valor del activo subyacente.

que implique el control de la toma de decisiones sobre todos, o una parte, de los activos empresariales representa un cambio importante en la forma de analizar las compañías.

## - Tipos de costos de agencia

Los costos de agencia existentes en la relación principal-agente pueden clasificarse en tres tipos:

### 1. Costos de los contratos financieros.

- Costos de transacción de formalizar el acuerdo contractual (por ejemplo, los costos de emisión de las obligaciones).
- Costos de oportunidad impuestos por las restricciones que excluyen otras decisiones óptimas (por ejemplo, la imposibilidad de realizar proyectos de inversión con un VAN positivo debido a la existencia de las cláusulas de protección de las obligaciones que impidan una financiación adicional).
- Los incentivos pagados al agente para animarle a actuar en consonancia con los intereses del principal (por ejemplo, bonificaciones en función de los beneficios o de la cotización de las acciones de la empresa).

2. Los costos de seguimiento o control de las acciones del agente (por ejemplo, los costos de auditoría).

3. La pérdida de riqueza del principal debido a que el agente persigue objetivos diferentes con relación a los de aquél a pesar del seguimiento al que se le somete (por ejemplo, las excesivas cuentas de gastos de los empleados).

La existencia de problemas de agencia no significa, necesariamente, que los agentes (los directivos, por ejemplo) no persigan los intereses de los principales (la maximización del valor de la empresa, por ejemplo), sino que para éstos resulta más costoso asegurarse de que los agentes actúan como deben.

En resumen, el costo de agencia es el costo incremental, por encima del costo en que se hubiese incurrido en un mercado financiero o laboral perfecto. El problema al que se enfrenta el principal es encontrar el contrato que minimice el costo total de agencia en cada situación. Los costos de agencia son soportados por el principal y no por el agente; de hecho, éste último rehusará participar si el contrato no es de su agrado, por tanto hay que inducirle a hacerlo.

Una forma de conseguirlo es que el agente comprenda que puede beneficiarse de su propia "mala conducta", es decir, el principal debe asumir que la conducta del agente será poco ética si se le da la oportunidad. Esto demuestra la crítica importancia del proceso de contratación financiera<sup>39</sup> en la

---

<sup>39</sup> Bajo el principio de que toda transacción tiene dos partes

que las partes deben anticipar la actuación de sus contrapartes, pues de no hacerse así puede resultar verdaderamente costoso.

### **- La información privilegiada**

Las personas que manejan la compañía, directores en caso de sociedades anónimas, jefes, gerentes en empresas más pequeñas, conocen casi perfectamente lo que ocurre en la gestión cotidiana de la firma. Y digo casi perfectamente porque también existe asimetría de información dentro del seno de la operación diaria de cada empresa. Salvando esto último, estos managers en general poseen información de la que carecen ciertos accionistas que no participan en la gestión operativa.

A nivel de empresas que cotizan en bolsa, los accionistas, con el objeto de reducir dicha asimetría informativa, deben interpretar toda la información que la empresa hace pública (la alteración de la política de dividendos, el anuncio de nuevos productos, o la emisión de activos financieros, por ejemplo) con objeto de extraer el contenido informativo que conllevan las diversas actuaciones de la empresa.

Esto es, en un mercado eficiente, los participantes reaccionan a las señales informativas contenidas en esos actos a través de compras o ventas de activos financieros, lo que provoca alteraciones en sus precios, que es el mecanismo por el que el contenido informativo de las señales se refleja en los precios de las acciones de la empresa. Por ejemplo, un aumento del dividendo a repartir puede indicar que la marcha de la empresa es mejor de la estimada; o el anuncio de una ampliación de capital puede indicar, en determinados casos, la dificultad de financiarse a través del endeudamiento o, en otros, que las acciones están sobrevaloradas (lo mismo que si en una operación de adquisición se propone comprar las acciones de la empresa objetivo con acciones ordinarias de la adquirente). En todo caso, hay que estar alerta contra las falsas señales como, por ejemplo, que una aumento de dividendos se consiga a cambio de renunciar a financiar proyectos con VAN positivos y que el accionista desconozca esta información (la cotización de la empresa podría, incluso, mejorar en Bolsa porque los inversores desconocen el coste de oportunidad de esos dividendos adicionales).

A nivel pyme y empresas de capital cerrado, la información asimétrica también existe y los dueños/accionistas tienen que enterarse de lo que pasa cuando ellos no están en la oficina. Tienen que comprobar si el jefe de finanzas está descontando los cheques en la mejor opción de tasas del mercado, si las tasas de descuento que nos cobran los bancos son las pautadas, si los descuentos y plazos otorgados a los clientes son los correctos, si los fletes contratados son los adecuados, si los procesadores externos nos están cobrando en cantidad y calidad lo que corresponde o bien hay que controlar mejor al jefe de planta, y así podríamos seguir enumerando ejemplos.

### **- Conflictos de intereses entre accionistas y acreedores**

Mascareñas (2007) señala que hay al menos cinco zonas en las que se pueden plantear conflictos de intereses accionistas-acreedores; en las que éstos últimos actúan como principales y los accionistas toman el papel de agentes. Los primeros desean protegerse contra las acciones que toman los accionistas-agentes, quienes, a su vez, actúan a través de sus propios agentes, los directivos.

#### **- El problema de la sustitución de activos**

Una empresa endeudada podría disponer de un incentivo para realizar proyectos de inversión de alto riesgo, aunque éstos pudiesen reducir el valor de mercado de la empresa. Este es el denominado problema de la sustitución de activos, por el que los accionistas tienden a preferir aquellos proyectos que aumenten su riqueza y que, a veces, simultáneamente perjudican a los acreedores. La sustitución de activos consiste en sustituir los activos existentes en la empresa por otros más arriesgados.

Los acreedores reaccionarán ante el riesgo de sustitución de activos haciendo firmar a la empresa unas cláusulas de protección que, entre otras, limiten las inversiones a proyectos industriales determinados; también pueden intentar acciones legales de cara a denunciar el contrato de endeudamiento firmado con la empresa. Pero ambas operaciones no limitan todo el riesgo de sustitución, por ello los acreedores requerirán una mayor tasa de interés (que es parte de los costes de agencia soportados por los accionistas) para compensar el riesgo residual.

Otra parte del coste de agencia implica la extensión a la que tales limitaciones fallan su objetivo y, por descuido, impiden a la empresa realizar los proyectos con un VAN positivo.

Otra solución viene de la mano de la convertibilidad de las obligaciones en acciones ordinarias de la empresa; dicha opción de conversión es potestativa del obligacionista, que la llevará a cabo cuando considere que los proyectos realizados por la empresa han tenido éxito. Por tanto, las obligaciones convertibles, que permiten a sus propietarios beneficiarse de la apreciación de las acciones ordinarias, ayudan a los intereses de los accionistas y prestamistas reduciendo los problemas de agencia.

#### **- El problema de la subinversión**

Una empresa endeudada podría tener un incentivo para renunciar a la realización de proyectos de inversión poco arriesgados que aumentasen su valor de mercado ( $VAN > 0$ ). Si el riesgo económico se mantiene constante, cualquier aumento en el valor de mercado debe repartirse entre los accionistas y los acreedores. Este problema es, en cierta forma, el contrario del de la sustitución de activos puesto que aquí los accionistas estarían menos predispuestos a realizar los proyectos menos arriesgados (la subinversión) porque ello redundaría en un aumento del valor de las deudas y en el consiguiente descenso del valor de las acciones.

La idea es simple, si un proyecto de inversión posee un VAN positivo aumentará el valor del activo y por tanto el de las acciones. Pero si resulta que para que ello ocurra los accionistas deben poner una cantidad de dinero superior a la del aumento de su riqueza, rechazarán el proyecto.

Incluso después de que se haya firmado un contrato de endeudamiento, los accionistas (a través de los directivos) controlan las decisiones de la empresa, eso sí, con las restricciones impuestas en dicho contrato. Los accionistas, llegados a cierto punto, podrían negarse a contribuir a tomar decisiones creadoras de valor lo que perjudicaría a los acreedores. El problema de la subinversión tiende a producirse con más fuerza en aquellas compañías cuya situación financiera linda con la suspensión de pagos.

#### **- La dilución de los derechos a través de la nueva deuda**

Un aumento sustancial del coeficiente de endeudamiento traerá como consecuencia un incremento del riesgo de insolvencia<sup>40</sup> de la empresa, lo que implicará un descenso en su calificación crediticia y, por ende, una bajada del valor de mercado de su deuda. Esto se produce debido a la posibilidad de que la empresa declare la suspensión de pagos e, incluso, acabe entrando en quiebra. Si este fuese el caso, además de por los previstos costes de quiebra, el valor de las obligaciones antiguas descenderá en el mercado debido a que los derechos sobre los activos que poseen los acreedores existentes podrían verse mermados al tener que compartirlos con los nuevos acreedores. Y, nuevamente, debido al juego de suma cero y a los derechos contingentes, los accionistas se beneficiarían de la pérdida de valor de las deudas.

Es conveniente observar que mientras que una empresa puede cambiar deliberadamente su estructura de capital con objeto de diluir los derechos, un cambio en la misma puede ser una consecuencia obvia de las malas condiciones económicas imperantes en vez de una elección de la empresa. Esto se demuestra fácilmente. El valor de mercado de las acciones suele oscilar más que el de las obligaciones, así que si se produce un descenso generalizado del mercado, el valor de las acciones caerá más rápido que el de las obligaciones y como sabemos que el coeficiente de endeudamiento se puede expresar como  $\text{Deudas} \div \text{Acciones}$ , éste aumentará al descender más rápido el denominador que el numerador.

#### **- La dilución de los derechos a través de la política de dividendos**

En caso de no existir las apropiadas cláusulas de protección, los accionistas podrían reducir la riqueza de los acreedores al decidirse a repartir unos suculentos dividendos. Esta situación se produciría si el valor de los dividendos repartidos fuese mayor que el descenso del valor de mercado de las acciones ordinarias de la empresa producido por dicho reparto. La razón de éste menor descenso radicaría en que no sólo descendería el valor de las acciones sino que también lo haría el de la deuda (que ahora estaría menos respaldada) y por ello el descenso del valor de las acciones no sería tan acusado (piense que la deuda tendría más riesgo y que por ello debería ofrecer

---

<sup>40</sup> Posibilidad de que la empresa no pueda hacer frente al *servicio de la deuda* (intereses más devolución del principal)

una mayor rendimiento para el acreedor financiero, cosa que no ocurre porque se ha firmado un contrato donde las condiciones ya están establecidas; así que la deuda corre un riesgo mayor pero cobra menos de lo que debería con respecto a ese riesgo, resultado: el valor de la deuda cae en el mercado y el valor de las acciones no desciende tanto, al repartir los dividendos, porque se está ahorrando un mayor pago de cupones y este ahorro tiene un valor de mercado).

Una variante de esta operación consiste en vender algunos activos fijos (edificios, divisiones o empresas filiales) y distribuir el dinero recibido a los accionistas vía dividendos. Con esta operación los acreedores ven como algunos de los activos fijos que contribuían a respaldar o garantizar su deuda han desaparecido y, por tanto, ven como el valor de mercado de sus obligaciones desciende en el mercado para compensar el mayor riesgo existente.

También y ante la posibilidad de una toma de control hostil se podría proceder a vender los activos más valiosos y a repartir el dinero recibido vía dividendos. Evidentemente, este sistema defensivo sólo se puede poner en marcha si no existen cláusulas de protección que lo impidan o, en caso de haberlas, si se cuenta con el visto bueno de los acreedores quienes, en caso de darlo, exigirán la devolución de parte de sus deudas.

Para evitar este conflicto de agencia, una de las típicas cláusulas de protección es la restricción de dividendos, que limita la cantidad a repartir de éstos a una fracción de los beneficios por acción o del flujo de caja por acción. En el caso de una empresa altamente endeudada podría llegar a impedir pago alguno de dividendos hasta que una parte importante de la deuda haya sido amortizada.

Lo expuesto aplica para empresas que cotizan en mercados de capitales, pero requiere de cierta adaptación para aplicarse a pymes que no cotizan sus acciones en mercados abiertos. En estas empresas también se pueden diluir los derechos de los acreedores a partir de los dividendos, pero también a partir del resto de los retiros particulares de los socios, no solo en forma de honorarios a directores, sino también a través de gastos personales que son adjudicados como gastos de la empresa.

#### **- Los activos únicos**

Cuando una empresa posee unos activos que son únicos en su especie, hay más riesgo asociado, con la venta o liquidación de dichos activos, del que sería necesario. Es decir, la garantía que dichos activos proporcionan a los acreedores tiene un valor bajo. Por tanto, una empresa que tenga activos muy especiales deberá pagar unos cupones superiores si quiere endeudarse utilizándolos como garantía con objeto de compensar el mayor riesgo de los acreedores.

Evidentemente, hay excepciones pero son difíciles de conocer a priori. Así una empresa que posee obras de arte y que las utilice como garantía de su



endeudamiento, puede que llegado el momento las obras valgan mucho más que la deuda contraída, o no. Este ejemplo es extrapolable a otro tipo de activos (derechos de explotación, patentes, minerales preciosos, etc.).

De la misma manera que el director de una empresa que sólo se dedica a un único negocio exigirá más por su trabajo (porque el riesgo es mayor), un prestamista exigirá un mayor rendimiento a dicha empresa para prestarle su dinero. Si el negocio fracasa, el director necesitará ser re-entrenado para recuperar el valor de su capital humano y el prestamista, por su parte, deberá reinvertir para que el valor del activo que actúa como colateral (o garantía) iguale su valor original.

### **- Los problemas financieros y las relaciones contractuales**

Algunas fuentes de conflicto en una empresa con problemas financieros son:

1. El comportamiento de los accionistas en perjuicio de los acreedores a través de sustitución de activos, subinversiones y dilución de derechos (ejemplo retiros excesivos cuando la caja de la empresa no lo amerita);

2. La elección de las inversiones con mayor riesgo pero menor rentabilidad esperada buscando salvarse con un “manotazo de ahogado”, en lugar de seleccionar proyectos con van positivo y que diversifiquen riesgo;

3. La credibilidad de la empresa ante su canal de distribución y los consumidores por ejemplo, demora en entregas, reducción del valor de las garantías ofrecidas sobre la calidad de los productos, caída del nivel del servicio postventa.

En una situación de alto riesgo de insolvencia diferentes grupos (dentro del conjunto de stakeholders<sup>41</sup>) pueden actuar procurando favorecer sus propios intereses, buscando resguardarse y realizando acciones que atentan contra el valor global de la empresa en marcha.

Por ejemplo, los directivos y empleados intentarán conseguir préstamos que permitan respirar a la empresa al poder realizar inversiones que, si tienen suerte, mejoren las condiciones financieras de la compañía y ayuden a mantener sus puestos de trabajo (aunque tal decisión pudiese ir en contra de los deseos de los accionistas); los accionistas apoyarán la idea del préstamo si no tuviesen nada que obtener al liquidar la compañía y así tienen la esperanza de que si la empresa se recupera pueda tocarles algún rendimiento (incluso si el préstamo no es bien visto por los acreedores).

Sobre este punto conviene recordar la diferencia entre quiebra y liquidación. La quiebra en el sentido legal se presenta cuando la empresa no

---

<sup>41</sup> La palabra “stakeholder” se refiere a todas las partes participantes o posiblemente afectadas por un proyecto o una empresa como son: accionistas, empleados, inversionistas, propietarios de propiedades cercanas, la comunidad en general, comerciantes, gobierno, grupos sociales, sindicatos, gremios, vecinos, quienes sean o que en forma alguna pueden ser afectados ya sea en forma positiva o negativa. Por lo expuesto el concepto es muy amplio y en cada caso es conveniente señalar al grupo de stakeholders a los cuales deseamos hacer referencia.

puede pagar sus cuentas o cuando sus obligaciones sobrepasan el valor justo de sus activos. En cualquiera de estas situaciones una empresa puede ser declarada legalmente quebrada. Aunque los procedimientos de quiebra no ocasionan necesariamente la liquidación, hay un cierto estigma relacionado con empresas que se hayan reorganizado por medio de procedimientos de quiebra. Generalmente son preferibles los arreglos voluntarios que permitan que la empresa continúe en existencia.

Es importante resaltar que muchos autores que tratan el tema de las estructuras de capital y los contratos financieros óptimos se refieren a liquidación en el sentido de cambio de manos de los activos empresarios, y no necesariamente implica, para estos autores, que ocurra a través de un proceso judicial de quiebra y liquidación de empresa.

Los costos de ingresar en un proceso judicial son siempre elevados, aunque proporcionalmente mucho más gravosos para las pymes. Algunos estudios revelan que para las grandes empresas, los costos directos de quiebra pueden representar entre 3 y 5% del valor de los activos, mientras que en pymes puede llegar a representar un 25% de los mismos.

Luego existe mayor variabilidad para poder determinar los costos indirectos, que se refieren a la pérdida de la clientela, la renuencia de los proveedores a mantener los créditos comerciales de provisión de mercadería, la consecuente pérdida de productividad de planta (en caso de empresas con procesos de manufactura) y la reducción de la productividad de los empleados.

## **Teorías sobre contratos financieros**

### **- Una reseña de autores<sup>42</sup> destacados.**

Un contrato<sup>43</sup> es un compromiso creíble para ambas partes en el que se especifican las obligaciones de cada uno en todas las contingencias. En particular incluye el mecanismo de pago con el que se remunerara al agente. Un punto importante es que un contrato solo puede estar basado en variables verificables, sus términos solo pueden depender de variables comprobables por agentes externos a la relación, ya que esto garantiza su cumplimiento.

El objetivo de los contratos es prever acontecimientos futuros que pueden afectar al objeto de la transacción. Incluso las transacciones aparentemente más sencillas, implican la existencia de un contrato previo que puede ser explícito y formal o implícito e informal.

Un contrato sería completo si estableciera claramente lo que deben hacer cada uno de los contratantes ante cualquier suceso futuro que afecte al objeto del contrato. La teoría económica neoclásica suponía que todos los

---

<sup>42</sup> Los autores citados en este punto temático fueron evaluados en la Tesis Doctoral "Estructura de Capital de la Empresa y Contratos de Financiación Óptimos en un Contexto de Asimetría de Información y Riesgo Moral", de Eva Ropero Moriones, Universidad Carlos III de Madrid (2006). A partir de sus referencias y citas, analicé resúmenes de los autores por ella citados.

<sup>43</sup> Según definición de Macho Stadler – Perez Castrillo (2005) en Introducción a la economía de la información.

contratos eran completos. Pero en el mundo real los contratos siempre son incompletos ya que la información que tenemos sobre el futuro es incompleta ya que, en general, cualquier transacción implica riesgo y/o incertidumbre.

Lo que se intenta evaluar aquí es la teoría de los contratos bajo información asimétrica. Dicha teoría analiza las características de los contratos óptimos y las variables que repercuten sobre ellos según el comportamiento y la información de las partes firmantes.

El problema del financiamiento y el diseño de un contrato óptimo de deuda han sido trabajados por una gran cantidad de autores y de forma muy variada. Cuando un agente concede a otro un préstamo, normalmente se concreta a través de la firma de un contrato. Lo ideal sería incorporar en dicho contrato todas y cada una de las obligaciones de las partes y todas y cada una de las contingencias con posibilidad de ocurrencia.

En la práctica cotidiana, los contratos de deuda no son tan sofisticados, son mucho menos complejos, son más flexibles lo cual por un lado a la hora de firmar facilita las cosas, pero a futuro genera una problemática más compleja a la hora de la resolución de conflictos.

La Economía de la Organización distingue entre contratos completos y contratos incompletos. Estos últimos que son consecuencia directa de la racionalidad limitada, la imprecisión del lenguaje, y la asimetría informativa.

La contratación imperfecta tiene como principales efectos:

- La dificultad de escribir contratos perfectamente estructurados,
- La imposibilidad de prever todas las contingencias futuras,
- La disminución del nivel de confianza mutuo, poniendo en peligro la cooperación que debe de existir entre las partes, y
- El aumento de la posibilidad de comportamientos oportunistas.

Por oposición al concepto de contrato completo, se califica de incompleto todo contrato que regula un compromiso imperfecto. Un contrato incompleto es, por lo tanto, un contrato en el que debido a la complejidad de la transacción o a la incertidumbre del contexto en que la misma se realiza, a los límites prácticos de la racionalidad humana para prever todas las eventualidades que pueden presentarse o debido incluso a la imprecisión del lenguaje natural en que el mismo está redactado, contiene zonas ambiguas, grises que derivan en diversos aspectos sin regular perfectamente y que a futuro generarán oportunidades para ser aprovechadas por alguna de las partes del contrato.

Es habitual preguntarse si es posible encontrar un modelo de contrato financiero óptimo. Para ello es necesario definir con precisión que se quiere decir con óptimo considerando que en el trabajo se evalúan contratos de préstamos de corto, mediano y largo plazo para pymes en Argentina.

Previamente se ha destacado que es prácticamente imposible conformar un contrato que incluya en forma completa todas las contingencias posibles que puedan suceder tanto para el principal (en este caso quién financia) y el agente (en este caso quien recibe el préstamo). En general existirá conflicto de intereses, dados los diferentes objetivos de las partes, y por lo tanto se debe trabajar para el armado de contratos en los que los objetivos de ambas partes puedan ser razonablemente compatibilizados, y luego entonces se podrá hablar de alcanzar un contrato óptimo que implica un reparto óptimo de riesgo y rentabilidad para principal y agente.

A lo largo del trabajo se analizan los contratos que la literatura denomina dinámicos, es decir aquellos contratos financieros que involucran más de un período. Eva Roperó (2006), se refiere a dos líneas de investigación sobre contratos financieros:

- Estudios sobre cuál sería el mejor tipo de contrato financiero ex – ante
- Los que estudian la posibilidad de una renegociación del contrato financiero ex – post.

#### **- Contratos Financieros óptimos ex – ante**

El valor de la deuda pendiente y del capital propio restringe el acceso actual a la financiación a corto plazo, pero además este valor es determinado por el futuro acceso al crédito.

Las razones por las que pueden aparecer estas restricciones financieras son principalmente dos: asimetría de información e imposibilidad de ejecutar todas las normas contractuales.

A nivel de investigación micro, concluye que los problemas de información asimétrica entre acreedores y empresas derivan en un costo mayor para la financiación externa en relación al costo de financiación interna. Las restricciones financieras aparecen con el objetivo que el empresario haga más transparentes o bien comparta los flujos de fondos inobservables para los acreedores.

El esquema de la mayoría de los modelos es similar a los modelos analizados sobre relaciones contractuales entre un principal y un agente, a saber:

- un agente (empresario) tiene la posibilidad de invertir en un proyecto
- el proyecto tiene riesgo y el resultado que arroja en cada período es sólo observable por el agente
- el agente no tiene suficientes fondos para llevar adelante el proyecto autofinanciándolo y por lo tanto requiere de apoyo financiero externo
- además del capital necesario para el inicio del proyecto, durante los próximos períodos se ampliará su necesidad operativa de fondos y eventualmente puede necesitar fondos adicionales para eventuales pérdidas

- el agente puede faltar a la verdad sobre el resultado de cada período para obtener un beneficio privado sin el conocimiento del inversor
- para dar incentivos al agente, los inversores pueden retirar el apoyo financiero al proyecto y forzar la terminación anticipada del mismo.

Lo expuesto implica que el contrato óptimo con información asimétrica sea diferente del que resultaría bajo información simétrica. Luego las restricciones financieras son precisamente el incentivo de control al empresario e implican una limitación al nivel de endeudamiento máximo que pudiera necesitar el proyecto en la medida que se va desarrollando.

Según Quadrini (2004) el riesgo moral surge a partir del conflicto de intereses en la asignación de los recursos dentro de la empresa, con el inversor externo que no tiene la posibilidad de tener toda la información necesaria en relación a tal asignación. Para evitar una asignación que no considera los intereses del inversor externo, los pagos del empresario y las inversiones deben estar condicionados a la generación de beneficios y consecuentes flujos de caja. En la medida que la empresa crece y el capital propio del empresario aumenta<sup>44</sup>, se va reduciendo el problema del riesgo moral y las futuras inversiones pasan a depender en mayor medida de los proyectos y su rentabilidad esperada y ya no en función del control sobre la asignación de recursos por parte del accionista.

Diversas investigaciones (DeMarzo y Fishman, 2003; Quadrini, 2004) analizan en profundidad la forma que toman los contratos financieros a largo plazo cuando hay asimetría de información, con el objetivo de lograr los mejores diseños contractuales tendientes a incentivar a los agentes a cumplir con el cronograma de pago a sus acreedores y no desviar fondos en función a sus intereses particulares.

El agente se ve obligado a cumplir, o sea compartir los flujos de caja con los inversores externos (acreedores) por la existencia de amenazas ciertas como ser embargo y ejecución de activos necesarios para las operaciones de la empresa, reducción de asistencia financiera futura lo cual puede generar una interrupción del giro normal de operaciones, transferencia de control.

Son variadas las opiniones respecto a que podemos hacer para que los deudores cumplan, es decir para que los agentes cumplan la tarea para la que fueron designados, o sea cumplir las cláusulas contractuales de un préstamo financiero, encontrando los incentivos adecuados para contratos tanto a corto como a largo plazo<sup>45</sup>.

De algunos contratos, la característica central parece estar ligada a la inclusión o no de incentivos. Para DeMarzo y Fishman (2003) un incentivo

<sup>44</sup> Si bien algunos autores han presentado observaciones empíricas que exponían que conforme la empresa crecía, el porcentaje de capital propio de los empresarios disminuía, Quadrini señala que la concentración de la propiedad es un mecanismo de disminución de riesgo moral. Esto sigue la lógica de que en la medida que el patrimonio colocado a riesgo en un proyecto o empresa por parte de los empresarios aumenta, es dable pensar que no se engañarán a ellos mismos suboptimizando la asignación de recursos y perjudicando el futuro de los negocios

<sup>45</sup> Si bien estoy desarrollando una reseña de trabajos sobre contratos dinámicos, es decir de más de un período, algunos incentivos aplican también para contratos de un solo período. Algunos incentivos que no aplican para los contratos de un solo período son reemplazados por la amenaza de una eventual auditoría.

clave es la amenaza de perder el control de la empresa. Durante la duración del proyecto, la línea de crédito otorga flexibilidad para cubrir pérdidas operativas temporales. El agente (empresario) tiene incentivos para mantener al día el pago de intereses y no consumir la totalidad de la línea de crédito disponible, ya que si no puede hacer frente a las amortizaciones de deuda, los inversores podrían despojarlo del control del proyecto. Es importante que el empresario mantenga un adecuado porcentaje de capital propio, lo cual como señalé anteriormente disminuye la presencia de riesgo moral. Según estos mismos autores se podría realizar un contrato financiero óptimo a largo plazo mediante productos financieros estándar.

Otro incentivo importante es la amenaza de reducir el apoyo financiero futuro o incluso cortar directamente la línea de crédito, por ejemplo en el caso de una línea revolving. Se utilizan como incentivos tanto la amenaza de disminuir la financiación futura como consecuencia de resultados por debajo de lo esperado como un compromiso de mayor asistencia financiera si los resultados superan lo previsto originalmente.

Otro incentivo ya mencionado es hacer que el empresario mantenga un alto porcentaje de la propiedad de la empresa (capital propio) como una forma de asegurarse de que tiene incentivos para buscar un crecimiento de la rentabilidad para las inversiones.

Bajo ciertas condiciones, el contrato óptimo se puede implementar haciendo que el empresario tenga la propiedad de un porcentaje determinado de acciones de la empresa. Este porcentaje evoluciona en el tiempo y según estos autores tiende a disminuir a medida que la riqueza del empresario aumenta, ya que el contrato podría cumplir la compatibilidad de incentivos con menor propiedad del empresario. Señalan también que para optimizar este contrato se podría implementar con el uso adicional de stock options.<sup>46</sup>

Se observa entonces que en la medida que se reduce el conflicto de intereses por el destino de los flujos de fondos, el porcentaje de capital propio del empresario requerido también tiende a disminuir, variando entonces el tiempo en el que se exige al agente que mantenga diferentes niveles de riesgo.

Otros autores utilizan principalmente dos formas de incentivar: reducción de la financiación después de un shock desfavorable (o flujos de caja pequeños) y liquidación de la empresa después de una serie de shocks desfavorables. En el contrato óptimo se promete un mayor apoyo financiero a las inversiones si los resultados del agente han sido buenos (vale decir se cumplen las proyecciones de resultados alcanzando al menos un mínimo de rentabilidad esperada), o por el contrario se retira el apoyo (desinversión) si los resultados no satisfacen las expectativas.

La posibilidad de liquidación normalmente aparece después de varios períodos de incumplimiento en función de los malos resultados de la empresa, y si se llega a esta instancia, los inversores primero retiran el apoyo financiero, y en una etapa posterior proceden a liquidar los activos de la firma lo cual

---

<sup>46</sup> Una "stock option" es una opción de comprar una acción de la empresa a un precio determinado.

obviamente hace perder el control a los empresarios. Hay que tener en cuenta que este proceso requiere de incumplimientos ante vencimientos de varias cuotas y cuando el principal observa que no hay viabilidad del proyecto en manos de los actuales empresarios.

Lo que por un lado busca ser un incentivo para los agentes a través de la amenaza de quitar el apoyo financiero, por otro lado, por otro lado pone en real peligro la continuidad del proyecto o empresa, y mucho más en un entorno competitivo complejo. Cuando el mercado conoce la situación de restricción financiera de una firma, sus competidores pueden realizar acciones tendientes a promover la salida del mercado (o industria) de la empresa en problemas. A estas acciones tendientes a eliminar a un competidor algunos autores lo denominan depredación (Bolton y Scharfstein, 1990).

En la búsqueda de una decisión óptima nos encontramos con el trade-off entre impedir la depredación y mitigar los problemas de incentivos. Si se observa como muy accesible una posibilidad de refinanciación de pasivos o de un mayor apoyo financiero es posible que se disuada a los intentos de depredación pero a la vez empeora el problema de incentivos, ya que el empresario sabe que aunque tenga malos resultados mantendrá el apoyo financiero externo.

En relación a la ejecución limitada, aparecen problemas de cumplimiento de pago de las deudas debido a la posibilidad que otorga la legislación de que una empresa pueda suspender los pagos y no pagar la deuda en los términos y condiciones pactadas. Esto limita el acceso al financiamiento y en esta línea de investigación las restricciones financieras aparecen se ve obligado a ofrecer garantías para acceder al crédito y a aceptar cláusulas restrictivas en los contratos de deuda. Esto puede derivar en que la financiación externa llegue a ser más cara que la interna vulnerando el principio de riesgo y rentabilidad.<sup>47</sup>

Dentro de la literatura más reciente, Albuquerque y Hopenhayn (2004) caracterizan el contrato óptimo libre de suspensión de pagos, aquel que minimiza las restricciones de endeudamiento en todos los casos, y sugieren esquemas con efectos para el crecimiento, supervivencia y madurez de la deuda. Para ellos la deuda se ve restringida por la responsabilidad limitada del empresario y la posibilidad que tiene el mismo de suspender pagos. Un contrato de deuda especifica el monto de la asistencia financiera inicial y futura, y el esquema de pagos que debe realizar el prestatario. En algunos contratos de deuda, con niveles de asistencia financiera relevante para el caso de determinadas empresas, estos contratos pueden llegar a determinar la posibilidad de crecimiento futuro de la firma, la capacidad de endeudamiento futuro y por ende deberían tener en cuenta la real capacidad de repago del préstamo por parte de la empresa. En muchos casos, el capital restringe el acceso actual a los recursos financieros pero a su vez es determinado por el futuro acceso al crédito. Estos autores concluyen que los proyectos con menores costos hundidos<sup>48</sup>, mejores perspectivas u oportunidades de

<sup>47</sup> El empresario normalmente corre más riesgo que el acreedor externo, ya que ante una situación de liquidación de la empresa, primero cobran los acreedores y por último los accionistas.

<sup>48</sup> Un costo hundido es aquel en el que ya se ha incurrido independientemente de si se realiza o no el proyecto, por lo que no es relevante para la toma de decisiones.

crecimiento pueden mantener mayores niveles iniciales de deuda y tamaño, disfrutar de más posibilidades de supervivencia, devolver de forma más rápida la deuda a largo plazo y eliminar antes las restricciones financieras. También predicen que las empresas con mayores beneficios y con menos problemas de ejecución limitada, serán más grandes, tendrán más endeudamiento y deuda a largo plazo. Luego las empresas con más deuda a largo plazo (en relación a la deuda a corto plazo) tienen mayores beneficios, mejor valoración crediticia y garantías. Por otro lado señalan que las empresas más jóvenes tienden a crecer más rápido y tienen una tasa más baja de supervivencia.

La ejecución limitada es una fuente de contratos incompletos que crea problemas de hold up<sup>49</sup> de inicio de proyectos. Esto ocurre cuando dos partes se van a embarcar en un proyecto pero una de ellas tiene que hacer una inversión importante antes de firmarlo, con lo cual después tendrá una peor posición competitiva, precisamente porque ya está embarcado en el proyecto.

En el escenario que proponen Albuquerque y Hopenhaym (2004), las restricciones financieras proponen tres tipos de ineficiencias:

- Los proyectos pueden no ser factibles en términos de financiación, y esto se observa muchas veces en proyectos que pretenden financiar activos fijos con recursos operativos;
- Las empresas pueden tener que producir por debajo de su nivel óptimo debido a la existencia de restricciones en el crédito al que pueden acceder, y esto es observable tanto por restricción de créditos de largo como de corto plazo para cubrir las necesidades operativas de fondos
- Se finalizan los proyectos demasiado pronto, léase antes del tiempo de maduración necesario que requieren.

Albuquerque y Hopenhaym (2004) concluyen que hay un máximo de deuda a largo plazo sostenible. Las restricciones de liquidación hacen casi imposible que el prestatario se comprometa en forma creíble a devolver los préstamos recibidos. En tales casos, el acreedor debe condonar parte de la deuda inicial. Si la inversión inicial excede este límite de préstamo, el proyecto no se llevará a cabo a menos que el empresario agregue una señal a partir de contribuir con sus propios fondos. Por lo expuesto, concluyen que la factibilidad de un proyecto depende en gran medida de la naturaleza de las restricciones de liquidación.

#### **- Garantías**

La información necesaria para controlar es en muchos casos costosa y difícil de obtener. Y aunque existan deseos de realizar un contrato, dada la existencia de AI, el problema del control repercute negativamente en la realización del mismo (Vigier, 1999).

---

<sup>49</sup> Hold up, término en inglés para denotar retraso.



Una forma de resolver el problema de riesgo moral por las limitaciones que pueden existir para ejecutar un contrato es a través del otorgamiento de garantías. Se pueden utilizar tanto los activos de la empresa como activos de terceros. En caso de incumplimiento de contrato, si las garantías las constituyen los activos de la empresa, el acreedor podría ejecutar la garantía y quedarse con sus activos, lo cual puede ocasionar el primer paso para la liquidación de la empresa.

En este sentido algunos autores desarrollan modelos de restricciones de endeudamiento exógeno asumiendo que el endeudamiento al que se puede acceder está limitado por los activos de la empresa. Los modelos de Albuquerque y Hopenhayn (2004) asumen una mayor restricción ya que sugieren que la variable relevante que determina el nivel de endeudamiento no son los activos sino el capital propio.

Ante la presencia de costos hundidos de inversión (por ejemplo gastos de investigación y desarrollo) o cuando algunos activos como los recursos humanos, o activos de alta tecnología no son completamente apropiables, los préstamos no se podrían garantizar completamente con activos.

Resulta clave contar con los elementos adecuados para una correcta valoración de los activos. Los criterios de valoración son diversos, y entre ellos se utilizan los valores según estados contables, ajustando dichos valores por mercado, asignando valor por la expectativa de generación de fondos que generan, valoración con esquema de opciones y más. En el próximo capítulo desarrollaré un punto temático que incluye aspectos sobre valoración de activos y empresas. Sigouin (2003) considera en cambio que todos los activos de la empresa pueden tomarse como garantía de los préstamos.

Más allá de que en general ni los prestamistas ni los prestatarios pueden comprometerse a no terminar las relaciones (a través de la liquidación en el primer caso, o suspensión de pagos en el segundo), y que los contratos muchas veces van acompañados de diversas cláusulas, cuando estas cláusulas no se cumplen, aunque los acreedores tienen derecho a ejecutar sus garantías, en muchas ocasiones lo que se hace es una renegociación del contrato, pero de hecho no se puede obligar a las partes a realizar esta negociación (y por tanto no es vinculante), la literatura sobre intermediación financiera señala que estos contratos son implícitamente no ejecutables (Sharpe, 1990).

Quadrini (2004) trata de obtener en qué casos se liquidará la empresa en lugar de renegociar el contrato. Cuando hay posibilidad de renegociación muy alta (por ejemplo porque el agente tiene alto poder de negociación) podemos considerar que hay para hacer cumplir el contrato inicial. La posibilidad de renegociación impide la implementación de un contrato óptimo ex – ante. Para Quadrini (2004) existen contratos óptimos a prueba de renegociación, y por ello que tienen alta probabilidad de inducir a la liquidación de la empresa.

Sigouin (2003) sugiere que, aunque en la práctica los acreedores piden la liquidación de la empresa muy raramente, el hecho de que exista tal posibilidad tiene importantes efectos en las decisiones de inversión de los empresarios.

Algunos autores también evalúan el contexto en el que se desenvuelven las empresas, separando aquellas que trabajan en economías o países con mejor protección del cumplimiento de los contratos, de aquellas que lo hacen en contextos de inseguridad jurídica, tema que también desarrollaré al momento de exponer los trabajos de campo. En los países cuyos contratos pueden ser ejecutados más eficazmente las empresas tienden a ser más sustentables, generar más valor y tener más posibilidades de crecimiento, lo que a nivel macroeconómico deriva en países más desarrollados y ricos. En un contexto de asimetría de información, la restricción financiera es menor cuanto mayor es la protección para el inversor.

#### **- Renegociación de contratos financieros ex – post**

Otra línea de investigación trata de analizar por qué, una vez que un supuesto contrato óptimo se pone en marcha, se abre la posibilidad de renegociarlo. Esto dejaría sin validez toda la línea de investigación que trabaja sobre contratos óptimos ex ante, dada la situación poco creíble de los mismos por la posibilidad de las empresas de firmar y comprometerse con contratos a sabiendas que no podrán cumplirlos.

Una de las principales razones por las que puede ocurrir una renegociación es porque a la hora de hacer el análisis costo – beneficio de ejecutar un contrato por no cumplimiento, se observa como demasiado costosa la liquidación. A veces son tan altos los costos de quiebra, que es preferible evitarlos con una adecuada reorganización financiera.

La liquidación es costosa ya que generalmente los activos valen menos fuera de la empresa que operando dentro de ella debido al deterioro que puede sufrir una línea productiva, la interrupción de las operaciones puede repercutir en la relación con proveedores y clientes, se pierde capital humano y todo deriva en un desmejoramiento de la posición competitiva de la firma. Williamson (1988) señala que los activos que tienen usos alternativos presentan también mayores valores de liquidación, algo que no se puede generalizar, pero que en la práctica cotidiana se puede observar a través de los aforos<sup>50</sup> que aplican los prestamistas sobre las garantías que toman a la hora de conceder un crédito.

Una renegociación para evitar una ejecución de garantías o directamente una liquidación de una empresa es una concesión que otorgan

---

<sup>50</sup> Aforo es el porcentaje sobre el valor de tasación de mercado que el prestamista o intermediario acepta como valor de la garantía. Ejemplos: si al hacer una hipoteca se toma un aforo del 50% sobre el valor del bien implica que se toma solo la mitad de su valor de tasación a los efectos de valorar la garantía. Si al hacer una prenda se toma un aforo del 33% sobre el valor del bien se está reduciendo un 67% respecto de su tasación de mercado. Muchas veces se confunde el término aforo con el porcentaje de reducción sobre el valor de tasación del bien dado en garantía. Aforo en este caso representa el porcentaje que se detrae del valor de tasación reciente de un bien con el objeto de aproximarse a un valor neto de liquidación o realización ante una eventual ejecución de una garantía sobre dicho bien.

los acreedores a los empresarios. Pese a que existen algunos trabajos de investigación a nivel de otros países (Gilson et al, 1990), en la Argentina no contamos con una estadística que nos permita calcular la cantidad de empresas que evitan una liquidación a través de una reestructuración. En primer lugar, porque hay diferentes grados de ejecución de contratos, que van desde ejecutar una garantía de tipo real puntual que puede no afectar la operatividad de una firma, hasta una ejecución conjunta de activos que obligarían a la liquidación de la empresa, y en las diversas situaciones son también diferentes los niveles de complejidad de los acuerdos de reestructuración. Y en segundo lugar porque no existe información pública sobre los acuerdos privados entre acreedores y empresarios, y en muchos casos existen acuerdos privados en cantidad y magnitud que pueden superar acuerdos legales como por ejemplo a través de concursos preventivos de acreedores.<sup>51</sup>

Se procura explicar de muchas maneras esta práctica habitual de concesión de derechos por parte de los acreedores. La literatura se focaliza en dos causas principales: asimetría de información y la capacidad de los directivos para dar valor a la empresa. La asimetría de información permite a los directivos brindar información errónea sobre la verdadera situación de la empresa. Por otro lado las habilidades de los directivos generan poder de negociación con los acreedores, ya que algunos activos valen más con la gestión de los actuales directivos que si tienen que cambiar de manos.

Los contratos financieros, tales como líneas de créditos comerciales y préstamos bancarios, pueden estar acompañados de una provisión de garantías y de cláusulas restrictivas. Estas cláusulas limitan el poder de decisión del prestatario y en muchas ocasiones lo obligan a tomar decisiones no óptimas para la empresa.

Las garantías son muy importantes para los acreedores ya que le brinda un poder de negociación a la hora de una eventual renegociación. Y en sentido opuesto, el acreedor que sólo tiene a su favor cláusulas contractuales sin poder alguno de ejecución de activos, tiene poco poder de negociación ex post, máxime considerando la fragilidad de las relaciones entre agente y principal en situaciones de flujos de caja insuficientes.

Más allá de tener mayor o menor poder de negociación a la hora de tener que renegociar un contrato, los acreedores tienen incertidumbre sobre la viabilidad de las empresas, ya que es dificultoso y costoso discernir entre empresas económicamente viables de aquellas que no lo son y por lo tanto conviene que sean liquidadas. Si la incertidumbre es demasiado alta respecto a la viabilidad de una empresa, y los costos de liquidación son demasiado altos, muchos autores sostienen que puede ser óptimo posponer la decisión de liquidación y esperar a conseguir más información. Muchos acreedores pueden preferir mantener la acreencia, cobrar intereses altos mientras el flujo de caja lo permita, postergar la decisión y esperar para ver si la empresa mejora sus resultados o si no queda otra alternativa que proceder a la liquidación. Mis trabajos de campo avalan la postura de los autores que señalan que la

---

<sup>51</sup> Concurso preventivo de acreedores según ley 24522.

postergación de la decisión de la ejecución de activos sin renegociar los términos de un contrato financiero, ofreciendo cláusulas más favorables para los deudores, simplemente postergan por un tiempo un final preanunciado de quiebra empresarial.

Quadrini (2004) duda de que efectivamente se llegue a una liquidación empresarial si se permite la renegociación. Es importante saber si la liquidación es eficiente ex -post tanto para el inversor externo como para el empresario. La conjetura pasa por el lado de inferir que la ejecución de activos nunca llegará salvo que se observe un deterioro plausible y gradualmente creciente en la actividad de la empresa. Sin embargo también es posible llegar a concretar una ejecución de activos en empresas con buena tecnología y posición confortable en el mercado y con buenas perspectivas de negocios.

### **- El mercado de crédito bancario y los contratos financieros**

Un contrato financiero es incompleto porque implica información imperfecta. Es evidente que si nos encontrásemos en un mercado perfecto, que implica información gratuita y totalmente disponible para todos los participantes en él, podríamos diseñar contratos completos y el acceso al crédito estaría perfectamente delimitado estableciendo quienes podrían acceder a determinadas líneas de crédito y quienes no, ya que las instituciones financieras conocerían todo lo que acontece en las empresas. Pero en el mundo real, donde existe asimetría informativa, los compromisos son imperfectos y, por tanto, los contratos son incompletos.

El perfecto funcionamiento de los mercados hace que la demanda y la oferta se igualen entre sí, determinando un precio de equilibrio entre ambas, el cual se va modificando con los vaivenes de una y otra. Es decir, el libre comportamiento de la demanda y la oferta establecen un precio en el cual la cantidad demandada se iguala con la ofrecida. En términos del mercado crediticio, se espera que los demandantes de crédito, dentro de los cuales se encuentran las empresas, sean satisfechos con la oferta del mismo, a través de las instituciones bancarias. De dicho proceso debe surgir una tasa de interés<sup>52</sup> que iguale la oferta con la demanda de crédito. Sin embargo, rara vez los mercados funcionan de manera perfecta. Por el contrario, es normal que los mercados trabajen con desequilibrio de manera constante. Es decir, no existe un precio que iguale la oferta con la demanda del bien en cuestión.

El mercado de créditos no es ajeno a dicho funcionamiento imperfecto. Una de las fallas que es inherente al mercado de crédito bancario es la falta de información perfecta. La existencia de la información perfecta significa que los participantes del mercado conocen todo lo relevante del mercado, algo que a primera vista se observa cómo no posible porque implicaría que una institución financiera tiene el conocimiento de todos los mercados posibles que operan en la economía mundial ya que sus potenciales clientes (empresas tomadoras de crédito) operan en diferentes segmentos de la economía.

---

<sup>52</sup> En el mercado financiero, el precio viene representado por la tasa de interés a pagar.

Un contrato completo es “la expresión de un compromiso perfecto; un contrato en el que los derechos de cada parte contratante están claramente estipulados; un contrato en el que todo está previsto sin dejar ningún cabo suelto; un contrato redactado con tal claridad y precisión que no admite interpretaciones dispares; un contrato en el que no caben comportamientos ambiguos o aprovechados de ninguna de las partes; un contrato, en suma, en el que todo está atado y bien atado. Los contratos que regulan operaciones de compraventa al contado de bienes muebles son contratos completos o se hallan muy cerca de ellos”.

Un contrato óptimo equilibra tres tipos de costos de agencia entre sí (contratación, seguimiento y mala conducta) de tal manera que el costo total sea minimizado. En algunos casos el costo de controlar al agente tiene un mayor peso que el costo esperado asociado con la mala conducta del agente, en este caso el contrato óptimo consistirá únicamente de un simple premio o bonificación basados en los resultados conseguidos por el principal

En el mercado financiero la falta de información perfecta se evidencia desde un principio, dado que los demandantes de crédito conocen mejor que los oferentes las características del negocio, los riesgos y la rentabilidad esperada de cada proyecto. En otras palabras, la parte demandante de fondos posee mayor información que la tomadora de la misma. En consecuencia la información asimétrica constituye quizá la principal, pero claramente no la única, causa de imperfección en el mercado de crédito bancario.

Por supuesto, es virtualmente imposible para un contrato financiero cubrir cada posible contingencia; no es posible que una institución financiera esté preparada para cualquier situación que pueda ir mal. En cualquier caso, es improbable que el intento de tratar con cada posible situación fuese óptimo desde el momento en que ello implicaría una gran cantidad de dinero y tiempo. Cada parte debe tomar las precauciones razonables pero debe relacionarse con las otras partes comportándose de forma ética y responsable en aquellas situaciones que no están cubiertas explícitamente en el acuerdo. De lo contrario, las provisiones contractuales pueden revelarse totalmente inútiles.

Desde el punto de vista del desarrollo de la economía nacional, macro y micro, la solvencia y estabilidad del sistema financiero constituyen el principal objetivo de la regulación bancaria. El régimen normativo prudencial intenta asegurar que los riesgos inherentes a la actividad financiera estén adecuadamente contemplados en el proceso de toma de decisiones de los bancos, lo cual establece límites estrictos para determinados tipos de operaciones. La adopción de las pautas del Comité de Basilea para supervisión bancaria, con exigencias incluso más rígidas que para los países desarrollados, procura preservar la estabilidad del sistema financiero argentino. Sin embargo, para adoptar las medidas correctas es necesario saber cuál es la naturaleza del riesgo sistémico del sistema financiero en general.

Desde el punto de vista empresarial, la financiación mediante captación de recursos de las entidades financieras es, normalmente, la más importante. Hay diferentes productos que ofrecen los intermediarios financieros, y a los efectos de englobar a todos bajo un mismo nombre los llamaré productos

financieros. Dentro de los productos financieros los más usualmente utilizados son los préstamos amortizables y las líneas de crédito en cuenta corriente<sup>53</sup>.

El contrato de préstamo es aquel en el que la entidad financiera entrega al cliente una cantidad de dinero, obligándose este último, al cabo de un plazo establecido, a restituir dicha cantidad más los intereses pactados. Por el contrario, en el contrato de crédito en cuenta corriente, la entidad financiera se obliga a poner a disposición del cliente fondos hasta un límite determinado y por un plazo de tiempo prefijado. El cliente pagará intereses sobre la cantidad que permanezca retirada de la cuenta en cada momento.

<b>Diferencias entre préstamo y crédito</b>	
<b>Préstamo</b>	<b>Crédito</b>
Contrato real, se perfecciona con la entrega del dinero	Contrato consensual, se perfecciona con el consentimiento
Contrato unilateral, sólo produce obligaciones para el prestatario, como devolver el capital, abonar los intereses. También pueden existir algunos derechos como a precancelar con o sin penalidad	Contrato bilateral, genera obligaciones para ambas partes
La entidad financiera entrega al prestatario una cantidad de dinero	La entidad financiera se compromete a poner a disposición del acreditado una suma de dinero hasta un límite pactado y durante un período de tiempo prefijado. Aunque esto es relativo dado que la entidad financiera puede reducir los límites de crédito previo al vencimiento original estipulado entre las partes.
El prestatario se obliga a restituir la suma prestada, más los intereses, al finalizar un plazo establecido.	El acreditado puede disponer de los fondos dentro del plazo y límites fijados, realizando disposiciones totales o parciales que se van reflejando en la cuenta de crédito
El prestatario sólo reduce su deuda con las amortizaciones en los plazos fijados. Estas amortizaciones son devoluciones parciales de la suma prestada y solo se amortiza totalmente al cancelar el préstamo.	El acreditado puede hacer devoluciones, totales o parciales, de las cantidades dispuestas, que se irán reflejando en la cuenta de crédito, pudiendo incluso superar el volumen de los ingresos al de las disposiciones.
Los intereses se abonan por la totalidad del capital pendiente, siempre que el acuerdo <sup>54</sup> sea en base a interés efectivo sobre saldos.	Los intereses se abonan en función del capital dispuesto.
Las amortizaciones se ajustan al cuadro de marcha incluido en el contrato de préstamo (o en anexos) suponen una devolución parcial del capital recibido. Las mismas varían según el sistema de amortización elegido (normalmente sistemas francés o alemán)	El capital dispuesto deberá devolverse al vencimiento o en las bajas o reducciones de límite estipuladas.

Fuente: Mascareñas (2007) más algunas modificaciones de mi autoría.

Si bien en materia bancaria en general todo queda documentado<sup>55</sup> esto no implica que todos los acuerdos entre banco y empresa respeten un plazo de

<sup>53</sup> A nivel empresas normalmente llamado descubierto bancario y así se lo denomina a lo largo del trabajo.

<sup>54</sup> Muchas micropymes (que no son objeto central de este trabajo) firman contratos de préstamo con tasas directas en entidades financieras sin regulación (interés directo se aplica siempre sobre capital inicial).

<sup>55</sup> A nivel cooperativas de crédito y bancos de segunda línea he podido observar que no se documentan todas las modificaciones respecto a las líneas de descubierto.

duración preestablecido. La línea de descubierto bancario, que normalmente forma parte de tales acuerdos, puede sufrir ajustes periódicos<sup>56</sup> modificando el nivel de autorización a favor de una empresa para disponer hasta un límite de fondos en exceso a su disponibilidad real en la correspondiente cuenta corriente bancaria. El acuerdo atribuye al deudor un derecho de crédito sobre la totalidad de las sumas acordadas, que la entidad de crédito pone a su disposición, y tendrá la obligación de restitución de esta línea en la medida de los nuevos acuerdos que se vayan pautando, y por supuesto esta devolución está supeditada a la efectiva utilización de la línea de descubierto que puede utilizarse total o parcialmente a lo largo de la duración del acuerdo.

El contrato de préstamo es aquel por el cual la entidad financiera (prestamista) entrega al cliente (prestatario) una determinada cantidad de dinero estableciéndose contractualmente la forma en que habrá de restituirse el capital y abonar los intereses, con unos vencimientos generalmente prefijados en el cuadro de amortización que acompaña al contrato.

Entre las obligaciones del prestatario se destacan:

- Pagar todos los gastos que pueda ocasionar la formalización del préstamo.
- Abonar las comisiones devengadas por la operación.
- Realizar las amortizaciones del capital en los plazos convenidos.
- Pagar los intereses remuneratorios del capital en los plazos convenidos y los intereses de demora que se puedan generar.
- Al término del plazo restituir la totalidad del capital nominal entregado

En los siguientes capítulos se podrá observar la importancia de comprender adecuadamente todos los derechos y obligaciones de las partes. Lamentablemente muchos empresarios no analizan adecuadamente lo que firman al momento de firmar un contrato financiero, lo cual puede repercutir desfavorablemente en el desempeño futuro de sus empresas.

## 2.4) Enfoque de Señales

### Antecedentes

El enfoque de señales<sup>57</sup> es uno de los mecanismos para enfrentar el problema de la información asimétrica. Como señala Stiglitz (2004), si los prestamistas conocieran perfectamente el riesgo asociado con cada prestatario, a cada uno de ellos se le cobraría una tasa que se relacione con su riesgo, aplicando el concepto de “*risk premium*”<sup>58</sup>. Esto es así dado que los prestamistas no conocen perfectamente las probabilidades de insolvencia de

---

<sup>56</sup> Modificaciones y ajustes a corto plazo y sin previo aviso ante cualquier disparador de información negativa percibido por el prestamista.

<sup>57</sup> Señalización o estrategia de signaling.

<sup>58</sup> Risk premium o premio por riesgo excedente en relación a inversiones consideradas libres de riesgo. Se calcula comparando el rendimiento promedio del pasado de colocaciones financieras en inversiones denominadas libre de riesgo en comparación a inversiones en diversos proyectos o empresas, y se determina el adicional sobre la tasa libre de riesgo que habría que exigir en cada proyecto.

las firmas y comienza el proceso de selección adversa y sus importantes consecuencias.

Aquellos empresarios que se sienten desplazados injustamente en un proceso de selección adversa, cuentan con una amplia gama de acciones a seguir para modificar una eventual decisión adversa de un prestamista. Para Stiglitz (2004) la razón más importante por la que un mercado con información imperfecta difiere de uno con información perfecta es que las acciones (lo que incluye elecciones que se toman al decidir), proveen información valiosa, los participantes del mercado conocen esto, y esto afecta su comportamiento. Una decisión de una empresa de otorgar una garantía no es sólo una cuestión de que una firma está en mejores condiciones de absorber el riesgo de un eventual fracaso de proyecto. Su deseo de proveer una garantía provee información acerca de su confianza en el producto o proyecto que desea emprender. En el mismo sentido un asegurado que desea tomar una póliza con un importante deducible o franquicia no lo hace porque no es averso al riesgo sino porque decide enfrentar parte del riesgo en su convencimiento de que el riesgo de siniestralidad es bajo.

Nuevamente tomando un ejemplo de Stiglitz se puede analizar el efecto señalización para responder ante la selección adversa: una compañía de seguros de salud o medicina prepaga desea incorporar afiliado / socios con buen estado de salud. Puede definir que ubicando sus oficinas en el quinto piso de un edificio al que sólo se accede por escaleras, sólo permitirá acercarse a las mismas a aquellos que tengan un corazón fuerte. El deseo y la capacidad de subir a pie cinco pisos proveen información valiosa para la compañía de seguros.

La calidad de una garantía ofrecida por una empresa por sus productos provee valiosa información acerca de lo que un empresario cree acerca de la calidad de sus productos, sólo aquellas firmas que consideran que sus productos son confiables estarán dispuestos a ofrecer buenas garantías sobre los mismos.

El deseo de un empresario pequeño de colocar buena parte de sus riquezas personales dentro del patrimonio de su empresa, y a su vez retener la mayor parte de las acciones de la empresa, proveen información acerca del convencimiento de una futura buena performance de la empresa.

En un mercado de capitales, la asimetría informativa entre accionistas y dirección puede conducir a que la empresa esté infravalorada en el mercado, en aquellos casos en que las expectativas sobre la empresa sean positivas pero no sean reconocidas por el mercado. En tal situación, los directivos de la empresa con expectativas positivas tienen incentivos de transmitir información positiva mediante señales creíbles, como es la decisión de aumentar el nivel de endeudamiento de la empresa.

Llevado esto al mercado financiero para las pymes en Argentina, significa que aquellos directivos de empresas que quieren acceder a líneas ventajosas de crédito, y cuentan con una situación actual y perspectivas



favorables, desearán poder exponer esta realidad a las entidades que los analicen para el otorgamiento de una línea de crédito. Del mismo modo aquellos empresarios que desean abrir su capital, en los casos que creen que su empresa vale más de lo que el mercado considera (o lo que considera un potencial nuevo accionista y/o comprador de la empresa), intentarán exponer de algún modo características y elementos que agregan valor para su firma, en definitiva querrán exponer abiertamente señales positivas.

La información tiene el valor asociado a la reducción del riesgo: en este caso el valor de la información sobre gobierno de sociedades es la mejora en la confianza, que derivará en mejores acuerdos con los grupos de interés en la compañía. Así se debe llegar a un acuerdo entre empresas y mercado, o incluso entre agentes y principal, para que los receptores de la información puedan valorar la información que reciben, y decidir así si prestar o no su confianza en la compañía. Y es que la posición tan diferente que mantienen las distintas partes que actúan en la empresa conducen a uno de los principales problemas de su gobierno, motivado por las asimetrías de información existentes entre quienes administran y controlan la empresa (insiders) y el resto de agentes que mantienen algún interés en la misma (outsiders). La información sobre gobierno corporativo es pues una necesidad para el inversor, pues proporciona un nivel de conocimiento sobre la actuación de la entidad que le permite hacer inferencias sobre el uso que se harán de sus recursos en la compañía en la que ha invertido o piensa invertir en el futuro.

El interés de la dirección por evitar situaciones de quiebra implica que los accionistas interpreten los aumentos del nivel de deuda como una señal de que el riesgo de fracaso financiero de la empresa no es relevante, ya que en caso de producirse con posterioridad problemas de insolvencia, los directivos serían penalizados (reducción en la remuneración, despido, pérdida de prestigio profesional, tomas de control) (Ross, 1977). En el segmento de empresas que cotizan en bolsa y en mercados desarrollados, el efecto informativo de la deuda tiene su prueba empírica en el incremento observado en la cotización ante anuncios de incrementos del nivel de deuda.

A nivel de señales, no existe un procedimiento empresarial básico ni parámetros mínimos de calidad de las señales que deberían brindar las empresas para acceder al mercado financiero. ¿Es posible estandarizar un esquema de señales? Dada la heterogeneidad de las empresas parece algo poco factible. Sin embargo es algo que puede intentarse ya que, si al menos ayuda parcialmente a reducir el efecto de la selección adversa, será entonces un intento valioso.

El screening es una herramienta que deben desarrollar los que sufren (negativamente) la información asimétrica al no poder distinguir entre un tipo y otro de "calidad"<sup>59</sup>. En el mercado financiero, los prestamistas serían las que deben realizar esta selección. En teoría, para evitar el problema de selección adversa crean una amplia gama de contratos (uno para cada tipo de "calidad"

---

<sup>59</sup> Utilizo la palabra calidad porque entiendo que permite englobar tanto a las características de los objetos como a las de las empresas y las personas. Un auto malo es un auto de mala calidad, la mala situación financiera de una empresa implica su mala calidad crediticia, el estado crítico de salud de una persona nos está hablando de la calidad del estado de dicha persona.

de prestatario<sup>60</sup>). Por las propias características de los prestatarios estos se auto marginan en los casos que consideran que la evaluación de su calidad, y por ende el costo y las condiciones que les quieren imponer, no corresponden a su situación real.

Algunos mencionan la existencia de estrategias de criba<sup>61</sup>, que comprende aquellas actividades emprendidas por los agentes menos informados, a fin de separar (segmentar) en diferentes grupos a las partes más informadas.

Ni las empresas prestamistas, ni tampoco el segmento de empresas que desean acceder a distintas formas de financiación, pueden solucionar, por sí solas, los problemas de asimetría de información de los mercados y la consecuente selección adversa. En este sentido resulta importante la actividad del estado participando para resolver esta problemática. La regulación es beneficiosa ya que al implicar las señales un costo, si son provistas en un nivel excesivo, sería ineficiente. Por lo tanto el accionar del gobierno podría ser el de imponer un límite a las señales o bien organizar la distribución de las mismas.

Además de la intervención del gobierno y del screening existen distintas herramientas como para solucionar los problemas que crea la Selección Adversa. Podemos citar a las garantías, y las normas y certificados de calidad (ej.ISO). Todas estas son señales que muestran los que padecen la información asimétrica para distinguirse y no tener que compartir los costos con la parte de menor "calidad".

Una señal para ser efectiva tiene que cumplir con las siguientes características:

- Ser verificable

Si una información que deseamos dar a través de una señal no es luego verificable, por tanto nadie podría constatar su veracidad, y sería una señal que sólo puede servir eventualmente para un negocio de corto plazo y aprovechando un esquema contractual incompleto y una contraparte poco preparada.

- Ser creíble

Tiene que ser creíble para poder ser aceptada como verdadera por la contraparte que deseamos que la reciba, caso contrario cumple el efecto contrario y daña nuestra imagen.

- Producir una diferenciación de quien la emite

---

<sup>60</sup> Esto implica que cada contrato esta formulado de manera tal que cada tipo de calidad elegirá el que le corresponda.

<sup>61</sup> Terminológicamente criba consiste en la selección que se efectúa entre varias cosas o personas para separar las que se consideran buenas o apropiadas para algo de las que no lo son.

En realidad podría escribir como característica la necesidad de diferenciar como así también que cualquier señal tiene que tener un costo ya que ambas se relacionan mutuamente. Si emitir señales de todo tipo fuera gratis, todos podrían emitir señales, incluso faltando a la verdad, ya que si bien luego no se cumplirían las características de verificabilidad y credibilidad, nada perdería quien emite esta falsa señal. En este caso se perdería incentivo en emitir señales dado la dificultad de diferenciarse, al menos a priori antes de los procesos de verificación. La señal luego tiene que servir para diferenciarnos y modificar el status informativo actual que tiene de nosotros quien deseamos que evalúe la señal.

El Riesgo Moral, como se puede leer previamente en este trabajo, es el riesgo que puede provenir de la moral, ya sea vía acciones ocultas o vía conocimiento oculto, y que deriva en:

- la tentación de iniciar acciones ineficientes,
- realizar actuaciones en beneficio propio, o
- proveer información distorsionada

En los mercados de crédito se observa que para enfrentar el problema del riesgo moral causado por las acciones ocultas se utilizan tanto el monitoreo como la exigencia de señalización, y dos de las herramientas habitualmente utilizadas son las garantías (o colaterales) y los préstamos compartidos (o préstamos parciales), con la aclaración de que para enfrentar los problemas causados por el conocimiento oculto las instituciones de crédito solo se pueden valer del monitoreo para tratar de obtener información acerca del verdadero resultado del proyecto.

La lógica detrás de estas dos herramientas es hacer que el deudor comparta el riesgo para de esa manera poder enfrentar las acciones ocultas. Si un deudor (o prestatario) comparte el riesgo del crédito (o préstamo) tendrá incentivos a no llevar adelante acciones ocultas. La razón es la siguiente: si ahora opta por un proyecto más riesgoso el tendrá que afrontar parte de ese mayor riesgo. En otras palabras, para él tendrá un costo incurrir en el azar moral y cambiarse a un proyecto más riesgoso. Es por la conexión que establecen las garantías y los préstamos compartidos entre el riesgo y el deudor que éstos tendrán incentivos a cumplir sus convenios con las instituciones de crédito.

La función de estas dos herramientas es justamente asociar al deudor en el caso de resultados negativos de los proyectos. Según cada herramienta, esto se logra exigiendo un activo como garantía o prestando solo una parte del crédito solicitado por el deudor. En el primero de los casos al exigirle un activo como garantía se le está imponiendo la posibilidad de perder dicho activo ante la posibilidad de resultados negativos del proyecto. En tanto que prestando solo una parte del crédito se logra que el deudor tenga que afrontar el resto del capital necesario para llevar adelante el proyecto. De esta manera el costo que tendrá que enfrentar el deudor ante un resultado negativo es más alto que si el préstamo cubre todo el capital necesitado para el proyecto.

Si bien tanto las garantías como los préstamos parciales son incluidos en el presente trabajo como parte de las señales, ambas pueden también ser identificadas como herramientas de monitoreo. Esto se debe a que las dos logran tanto señalar una “calidad” como seleccionar a un “buen” cliente<sup>62</sup>. Los instrumentos financieros al exigir una garantía por un lado hacen un monitoreo o *screening* puesto que cada tipo de deudor elegirá el instrumento que “le corresponda”. Mientras que por otro lado también cumple la función de señal, ya que un solo un deudor “bueno” aceptara perder un activo en el caso del resultado negativo del proyecto. El mismo análisis se puede realizar para el préstamo parcial.

En el caso del monitoreo, este consta de inspecciones periódicas al deudor en la cual se recaba información sobre la evolución del proyecto. Estas inspecciones tienen que imponer una pena al deudor si encuentran que él está mintiendo. Al enfrentar este costo el deudor tendrá incentivos a no adulterar la información que suministra al prestamista. Una analogía nos sirve de ejemplo: cuando la policía es rígida al imponer penas a los vehículos que exceden la velocidad, este costo logra que los conductores respeten dichos límites. De esta forma se crean incentivos a respetar las normas.

Por lo expuesto queda establecido que, algunas personas o empresas desean proveer señales o información acerca de sus proyectos o negocios, otros en cambio no desean que cierta información sea revelada (sea porque si se conoce la información la persona o empresa perderá imagen positiva o porque puede alterar sus planes de sacar provecho de información privilegiada). En todos los casos el hecho que las acciones proveen información lleva a que alteren su comportamiento y producen cambios en los mercados en que operan, es esto explica porque las imperfecciones de la información tienen efectos tan importantes en la economía y en la vida en general.

En resumen, en una estrategia de señales la parte informada trata de dar a conocer la información privada a través de señales creíbles, esto es mediante comportamientos o decisiones que, adecuadamente interpretadas, revelan su información, siempre que al trasmisor le resulte beneficioso y le resulte costoso emitir una señal falsa.

Lo desarrollado precedentemente constituye parte del enfoque de señales, el cual se utiliza como parte del fundamento teórico que da sustento al desarrollo de los sistemas de garantías.

## **Teoría de la estrategia empresarial y Crisis Financieras**

Procuramos analizar algunos aspectos de la Teoría de la Estrategia Empresarial (en adelante TEP) que pueden ser aplicados dentro de un enfoque más amplio de señales que sirva a los fines de reducir la AI y acercar las partes prestamista y prestatario en el segmento pyme, en el contexto de un país como la Argentina con la existencia de recurrentes crisis y su impacto en la

---

<sup>62</sup> En este caso esta herramienta sirve para evitar el problema de la selección adversa.

financiación de empresas tanto desde el punto de vista de la demanda del crédito (empresas) y de la oferta del crédito (bancos).

Las crisis financieras son habitualmente asociadas a los puntos máximos de los ciclos económicos, es decir que aparecen como culminación de un período de expansión que conduce a una bajada.

Una concisa definición de crisis financiera de Raymond Goldsmith (1904-1988) es la siguiente: “un deterioro agudo, breve y ultra cíclico de todos o de la mayoría de los grupos de indicadores financieros: tipos de interés a corto plazo, precios de los activos (acciones y otros activos financieros, propiedades inmobiliarias, terrenos), insolvencia comercial y quiebras de las instituciones financieras”.

El grado de severidad de las crisis financieras dependerá en gran medida de cuán grande es el cambio en las expectativas, el temor a la insolvencia de algunas entidades financieras y cuanto esto impacta en el inversor y su intento desesperado de transformar cualquier tipo de activo el dinero en sus manos.

La escuela monetarista de Milton Friedman sostiene que no hay prácticamente ninguna especulación desestabilizadora, que los mercados son racionales y que los gobiernos cometen un fallo tras otro. Charles Kindleberger (1988) sostiene que tales puntos no están necesariamente errados pero que son extremadamente enfáticos y dejan muy poco lugar a las excepciones. Según el mismo autor los economistas creen que saben manejar las crisis financieras: “les arrojan dinero y, cuando la crisis ha concluido, recogen el dinero”. Sin embargo, también señala que en todas las operaciones de rescate que no se generalizan de la misma forma que las operaciones del mercado libre, existe una dimensión política: a quien se presta ayuda y a quien no”. Y agrega que no se puede pretender con total certeza que la intervención de un prestamista de último recurso en un pánico suaviza la depresión subsiguiente<sup>63</sup>.

En los últimos treinta años en la Argentina se destacan tres crisis<sup>64</sup> financieras: la primera entre 1980 y 1982, la segunda en 1995 y la tercera en 2001 y 2002. En Estados Unidos también: la crisis de las instituciones de ahorro y préstamos para la vivienda de 1988 y 1989, la de las empresas punto com y Enron entre 2000 y 2001 y la crisis de 2008 de las hipotecas “sub-prime”. También podríamos agregar el impacto fuerte que generó para nuestra economía la devaluación del real en 1998 en el contexto cambiario de la Argentina con la convertibilidad.

---

<sup>63</sup> Los párrafos citados que tienen que ver con temas de economía se incluyen a los efectos de introducir el vector de análisis de las recurrentes crisis de la economía argentina y su impacto en la estrategia de financiamiento de las empresas pyme.

<sup>64</sup> Si bien excede el objetivo de mi trabajo el análisis en detalle de las crisis bancarias, apuntando más a sus procedimientos de otorgamiento de créditos y su política de negocios actuales, también se puede destacar el caso del BIRP. En el año 1985 se observa una disminución en la cantidad de entidades financieras, básicamente dentro del segmento de bancos privados nacionales. Los rescuentos del BCRA ocultaban situaciones de insolvencia bancaria, y el caso del BIRP fue significativo dada la importancia de este banco.

Para algunos economistas, en todos los casos, tanto en la Argentina como en los Estados Unidos, estas crisis fueron precedidas por años de optimismo y abundante liquidez que llevaron a los intermediarios financieros y a los tomadores de crédito a adoptar decisiones imprudentes, subestimando los riesgos involucrados. En todos los casos existió también un ingrediente de falta de control pese a todas las regulaciones existentes.

La gran diferencia entre las crisis financieras de Argentina y de los Estados Unidos no radica ni en sus causas ni en el tipo de soluciones que se requieren. Lo que es muy diferente es el grado de confianza<sup>65</sup> del resto del mundo y de los propios nacionales en la calidad y fortaleza de las respectivas economías, y en el adecuado funcionamiento de las instituciones.

Sin embargo, más allá de la confianza respecto de la economía americana, muchos bancos de inversión y comerciales de EE.UU. "confundieron" su rol de intermediarios, e ingresaron en crisis terminales por involucrarse con las hipotecas subprime.

Debido a la falta de confianza, justificada en la misma historia de nuestra economía, es que muy difícilmente podamos comparar el esquema de toma de decisiones de un empresario pyme americano con el de un argentino. El temor a la recurrencia de crisis, acompañado de una razonable desconfianza al funcionamiento de las instituciones, impactan decisivamente en la cultura financiera de las empresas pyme argentinas.

Por otro lado, la TEP explora la relación existente entre las decisiones sobre estructura de capital y las estrategias empresariales, constituye un enfoque teórico más reciente y menos explorado en relación a las demás teorías. Analiza la influencia que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre las decisiones de financiación de la empresa. El análisis explora dos posibles vertientes:

1) La posible incidencia de las estrategias empresariales desarrolladas en relación al mercado de productos al competir con otras empresas; y

2) La posible incidencia de las estrategias empresariales desarrolladas en relación a las características de los productos y de los factores de producción.

En el caso de empresas que desarrollan una clara estrategia de diversificación, los prestamistas estarán más dispuestos a financiar un proyecto, dado que se incrementan las posibilidades potenciales de recuperar los fondos en el caso de que el proyecto financiado fracase (relación positiva entre estrategia de diversificación y nivel de deuda).

---

<sup>65</sup> En relación a la confiabilidad comparada del sistema argentino vs el americano, me refiero al sistema país en general y no al sistema financiero solamente. Se pueden establecer, entre otras, las siguientes consideraciones (diferencias entre los países):

- previsibilidad de la economía;
- cumplimiento de los gobiernos respecto a las deudas soberanas;
- garantías sobre los depósitos bancarios.

Aquellas empresas que frente a sus competidores obtienen ventajas competitivas basadas en el desarrollo de estrategias de diferenciación (calidad, servicio al cliente, etc.), cabe esperar tengan menos problemas de financiación en el mercado de crédito (relación positiva entre estrategia de diferenciación y nivel de deuda)

Las empresas dinámicas que efectúen importantes operaciones en el exterior (estrategias dinámicas de internacionalización) transmiten una imagen positiva ante las entidades de crédito (relación positiva entre estrategia de internacionalización y nivel de deuda).

Y en todos los casos, y del trato cotidiano con el empresariado pyme argentino y con los bancos, surge el factor crisis y su relación con el sector de actividad y la estrategia empresarial.

Nos encontramos sin embargo con la dificultad de poder exponer la estrategia de forma tal de evitar la selección adversa a través de una adecuada señalización. Si una empresa viene desarrollando operaciones de comercio exterior desde hace muchos años no le será dificultoso exponer su experiencia en comercio internacional, sin embargo no es tan sencillo exponer las estrategias de diversificación y diferenciación cuando la contraparte no tiene conocimiento del mercado en que opera una firma ni de los antecedentes de esta empresa en particular.

Se ha ido incrementando la evidencia que relaciona la estructura de capital con la estrategia de las empresas, pero la mayor parte de los trabajos se han enfocado en grandes empresas y que a su vez cotizan sus acciones en mercados de valores, prestando poca atención al segmento de pymes (small and medium sized enterprises "SMEs").

En el caso concreto de las PYME, muchos trabajos de investigación actuales hacen referencia a otros con más diez años de antigüedad. En referencia puntual a los trabajos de Robson et al (1994) y de Jordan et al (1998), si bien aportan al tema en cuestión, quedan algo desactualizados en función a la dinámica de la economía actual.

En el caso de Robson y sus colegas Gallaguer y Daly, utilizaron la base de datos de Dun & Bradstreet, una de las agencias de riesgo crediticio más importantes a nivel mundial, para el período 1987-1989. Los autores examinaron desde diversos puntos de vista los efectos en la performance de una pyme por ser una empresa con estrategia diversificada y/o convertirse en una empresa con estrategia de diversificación de productos y/o servicios. Para definir a una empresa como diversificada consideraron que al menos el diez por ciento de sus ingresos totales debían provenir de una línea de productos o servicios distinta a la principal. El trabajo permitió establecer diferencias en relación a la generalmente aceptada teoría de la diversificación de grandes firmas. Su principal conclusión fue que una estrategia de diversificación en pymes sólo resulta beneficiosa si la firma en cuestión mantiene una posición sólida y en crecimiento de su principal línea de productos o servicios, caso

contrario la diversificación puede perjudicar no sólo el crecimiento futuro sino también la supervivencia de la empresa.

Jordan y sus colegas Lowe y Taylor concluyen que tanto los factores estratégicos como financieros son necesarios para explicar los niveles de deuda que eligen las empresas. Para ellos las variables financieras y de estrategia son complementarias, vale decir no las observan como que compitan por ser las determinantes de la estructura de capital, y su estudio obtiene evidencia que avala a la estrategia competitiva como factor determinante de la estructura de capital de las pymes. También obtienen evidencia de la superioridad de PO (pecking order) al momento de evaluar el esquema de financiación de las firmas y que la una importante variabilidad en los resultados implica problemas para el acceso a líneas de crédito.

Los argumentos propuestos en los diferentes enfoques teóricos indican la existencia de un amplio conjunto de factores que pueden condicionar las decisiones relativas a la estructura de financiamiento de una empresa, a saber:

#### Factores generales

- Tamaño
- Reputación
- Capacidad generar beneficios
- Oportunidades de crecimiento
- Riesgo actividad empresarial
- Clima de regulación
- Sector de actividad
- Separación propiedad y control
- Participación dirección en el capital
- Grado de concentración/dispersión de la propiedad
- Reparto de excedentes
- Recursos de libre disposición
- Deducciones fiscales

#### Factores estratégicos

- Estrategia de diversificación
- Estrategia de innovación
- Estrategia de internacionalización
- Estrategia de liderazgo
- Estrategia de diferenciación

Como se indica en párrafos precedentes, la TEP analiza la influencia que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre las decisiones de financiación de la empresa. Sin embargo, desde cierto punto de vista, puede generar una típica referencia circular<sup>66</sup>, ya que la estrategia financiera es parte de la misma estrategia empresarial que busca explicarla.

En las pymes cobra importancia la administración financiera a corto plazo, que se ocupa de la gestión de tesorería, de cuentas a cobrar, de stocks

---

<sup>66</sup> Referencia circular haciendo una analogía de la situación que aparece cuando hay fórmulas que se refieren a otras y estas dependen unas de otras.



y de endeudamiento a corto plazo. Las funciones de la dirección financiera a corto plazo se dividen en dos grandes áreas:

- Modelo de análisis y diagnóstico financiero de corto plazo
- Evaluación de proyectos de inversión

En lo que respecta al Modelo de Análisis y Diagnóstico financiero a corto plazo los conceptos que deben manejarse con claridad son las NOF (necesidades operativas de fondos), el FM (fondo de maniobra) y los RN (recursos negociados). Las herramientas para evaluar el desempeño son los ratios de análisis, el estado de origen y aplicación de fondos, la cuenta de resultados proyectados, el balance proyectado y el presupuesto de tesorería o caja.

Existen dos tipos de cuestiones relativas a la estructura de financiamiento de una empresa, que en forma imprescindible un empresario pyme debe saber diferenciar y manejar adecuadamente, a saber:

- Cuestiones de funcionamiento: determinadas por las partidas del activo circulante y del pasivo de corto plazo, las cuales se ven profundamente afectadas por la evolución diaria de la marcha de los negocios, por las posibles estacionalidades y por otras cuestiones de tipo operativo. Así cuando crecen las ventas, crecen los deudores por ventas, las compras, los stocks, el crédito de proveedores, probablemente los incobrables, etc.
- Cuestiones de planteamiento: Relacionadas con el volumen de inmovilizado y de los recursos permanentes, las cuales son mucho más estables y varían fundamentalmente en función de decisiones específicas en general bastante analizadas como pueden ser compra de una máquina, ampliación de capital, reparto de dividendos, y además en función de los beneficios de cada ejercicio.

Retornando a los conceptos clave que deben manejarse adecuadamente vemos que las NOF surgen de restar del activo circulante (caja + clientes + stocks) los recursos espontáneos (proveedores más periodificaciones netas (estos últimos son pasivos que se presentan por el solo hecho de operar y en general no tienen costo, como por ej. Impuestos y Salarios a Pagar)). Existen empresas donde la deuda corto plazo no es onerosa, sino que solo aparecen los recursos espontáneos, que son siempre no onerosos. Cuando esto ocurre se observa que  $FM=NOF$ .

El FM es un concepto de pasivo, está relacionado con cuestiones de planteamiento, y puede ser interpretado como el exceso de fondos a largo plazo por encima del inmovilizado neto (con los cuales financiamos activos de corto plazo), o sea el volumen de fondos permanentes con el que financiamos las operaciones. Surge de la diferencia entre el patrimonio neto más la deuda a largo plazo (recursos permanentes) menos el activo inmovilizado.

Más allá de la distinción entre recursos de corto y largo plazo, la NOF (y también el capital de trabajo) no puede ser considerado como una inversión de

corto plazo ya que una empresa no puede llevar a cero básicamente sus inventarios, cuentas a cobrar y cuentas a pagar mientras la empresa continua con sus operaciones habituales. Esto no significa dejar de considerar factores de estacionalidad que pueden hacer crecer en forma transitoria algunos de los rubros que conforman la NOF.

En general sucede que en las empresas las NOF son mayores al FM, y es por ello que permanentemente encontramos a los Recursos Negociados en los balances. Cada empresa determina una política de liquidez de acuerdo a sus necesidades y/o a sus decisiones. Por ejemplo una empresa que cubre con recursos permanentes solo las NOF permanentes tiene una política de liquidez baja: las necesidades fluctuantes de tesorería (o NOF de carácter variable) se cubren con recursos negociados de corto plazo.

También está el caso de empresas con política de liquidez alta, en la cual la empresa dispone de un colchón de liquidez que le permitirá afrontar las NOF variables e invierte los excesos de tesorería cuando las NOF se reducen. Aquí los recursos permanentes (patrimonio neto mas deuda a largo plazo) financian toda la inversión en activos fijos, toda la NOF permanente y toda la NOF variable por estacionalidad.

Finalmente tenemos la política de liquidez media. Con los recursos permanentes sostiene las NOF permanentes y parte de las variables. Cuando tiene exceso de tesorería los invierte y cuando tiene faltante de tesorería busca la financiación en el mercado con los recursos negociados de corto plazo.

También pueden existir casos no adecuadamente manejados donde los activos inmovilizados superan a los recursos permanentes. En esta situación donde tenemos FM negativo<sup>67</sup>, los recursos negociados no solo financian el cien por ciento de las NOF sino también a parte de la inversión en activos fijos.

Según el manual de trabajo de un empresario averso al crédito bancario, el capital de giro, altamente dependiente de variables externas, no conviene que provenga de terceros ya que las obligaciones se saben cuando vencen y cuanto cuestan, mientras que los ingresos son una incógnita, y cualquier crisis externa o interna, cambios en los mercados, decisiones del gobierno y su impacto macroeconómico, y otras tantas razones pueden influir decisivamente en ellos. Finalmente lo que puede empezar por una pequeña crisis de liquidez (aunque sea pasajera y momentánea) puede convertirse en un drama, comprometiendo el activo fijo, la propia viabilidad de las empresas. Las últimas crisis bancarias en EE.UU. son un excelente ejemplo de esto.

Por lo expuesto se observa que un adecuado análisis y diagnóstico financiero permite:

---

<sup>67</sup> El típico caso de empresas con fondo de maniobra negativo son las cadenas de supermercados. Sin embargo con una mayor competencia por parte de los autoservicios mayoristas, el grado de apalancamiento que mantienen con sus proveedores ha descendido fuertemente en relación a los niveles de finales de la década de los noventa.

- comprender la distinción fundamental entre finanzas de corto plazo (cuestiones de funcionamiento) y finanzas de largo plazo (cuestiones de planteamiento a LP)
- prever las NOF que se nos presentaran en el futuro y ver si el FM seguirá en forma proporcional a la evolución de las NOF
- diagnosticar si la empresa presenta problemas de funcionamiento en el corto plazo o de planteamiento a largo plazo
- determinar si existe déficit de financiación o si lo habrá y cuantificarlo, a fin de poder encarar la obtención de los recursos en el mercado financiero.

Algunos autores afirman que si en la estructura financiera inicial de una empresa aumenta la deuda, en detrimento del capital propio, este hecho favorece su supervivencia, siempre que su endeudamiento no sea excesivo. Si bien no todos comparten su afirmación, si se evalúa el caso de las pymes argentinas, la evidencia empírica respalda, al menos parcialmente, el hecho de que el acceso a deuda permite sobrellevar situaciones de crisis<sup>68</sup>.

Cuando se evalúa el comportamiento de pymes se debe partir de la base que establecer modelos generales de aplicación es más complejo que hacerlo para las grandes firmas. La variabilidad de comportamientos es mayor a medida que trabajamos con empresas más pequeñas ya que en diferentes estadios del crecimiento de las empresas presentan muy variadas formas o procedimientos de decisión, lo cual deriva en estrategias en muchos casos erráticas y lo mismo ocurre con su estructura de financiamiento de los activos.

## **Medios de señalización usualmente utilizados**

En la práctica, las partes interesadas en dar y recibir información, utilizan distintos mecanismos para hacerlo. A continuación se hace una breve descripción del rol de las agencias de riesgo crediticio, el concepto de calificaciones de riesgo y el papel que juegan los estados contables como elemento clave para leer la salud y evolución de una empresa.

### **- Agencias y calificadoras de riesgo crediticio**

#### **Agencias o Buró de crédito**

Las agencias de información crediticia son entidades que, mediante la actualización cruzada de datos provenientes de fuentes públicas y privada, brindan sus bases de datos para aquellas entidades financieras, empresas, personas físicas, etc., que desean acceder a información de antecedentes de alguna otra persona o empresa, en general a los efectos de tomar algún tipo de decisión contractual que la relaciona con esta.

---

<sup>68</sup> La referencia no solo debe aplicarse al significado negativo de la palabra crisis. De hecho las pymes sufren diferentes crisis a medida que van evolucionando y creciendo como empresa: crisis de conformación, de ruptura estructural, de coordinación y control, de exceso de concentración de la decisiones (Hermida, 1981), y no me refiero por lo tanto en forma exclusiva al habitual concepto de crisis económico – financiera.

Se trata de señales que van forjando una reputación, antecedentes que tienen que ver con el pasado de una persona o empresa, que si bien perfectamente pueden afectar su comportamiento futuro, no permiten hacer una inferencia certera de ello. En términos prácticos, los antecedentes negativos de una firma o persona, dan una señal de alerta a la contraparte que está por acordar algún tipo de contrato, y en este caso es útil acceder a esta información en tiempo real. Sin embargo, que una firma o persona física no presenten antecedentes negativos en un informe de riesgo crediticio, no garantiza la viabilidad de un proyecto ni la imposibilidad de un comportamiento que derive en los problemas de riesgo moral.

El mercado argentino de burós de crédito – así se autodenominan las empresas que venden datos personales – está compuesto principalmente por cuatro empresas: Organización Veraz, Fidelitas, Nosis y Decidir. Un Buró de Crédito no es un organismo público del sistema bancario, sino una empresa privada constituida como una sociedad de información crediticia orientada a integrar y proporcionar información previa al otorgamiento del crédito y durante la vigencia del financiamiento.

El BCRA es la máxima autoridad financiera del país. Es una entidad autárquica del Estado Nacional regida por las disposiciones de su Carta Orgánica, Ley 24.144 y demás normas legales concordantes. Entre otras, tiene la misión de ser la autoridad de aplicación de la Ley de Entidades Financieras N° 21.526, dictando las normas reglamentarias que fueren menester para su cumplimiento y ejercerá la fiscalización de las entidades en ella comprendidas (art. 4° L.E.F.).

Esta función de contralor de las entidades financieras, se ejerce a través de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (art. 43, Carta Orgánica) cuyo Superintendente tiene la facultad de ejercer el régimen informativo y contable para las entidades financieras (art. 47° inc. a) Carta Orgánica).

En cumplimiento de su función de Contralor de las Entidades Financieras el B.C.R.A. emitió la Comunicación "A" 2729/98 sobre Clasificación de Deudores. Mediante esta Comunicación se obliga a todas las Entidades del Sistema Financiero a clasificar a sus clientes desde el punto de vista de la calidad de los mismos en orden al cumplimiento de sus compromisos y/o las posibilidades que a este efecto se les asigne sobre la base de una evaluación de su situación particular (art. 1.1 de la Comunicación). Las Entidades dividen su cartera de clientes en Cartera Comercial y Cartera para consumo o vivienda. Las Calificaciones operan en función al cumplimiento de las obligaciones, clasificando a los clientes como buenos, regulares o malos deudores, según el siguiente esquema:

- 1) Cumplimiento normal.
- 2) Cumplimiento Inadecuado
- 3) Cumplimiento deficiente
- 4) De difícil recuperación
- 5) Irrecuperable

## 6) Irrecuperable por disposición técnica.

Las Entidades tienen la obligación de comunicar esta clasificación al Banco Central quien lleva un registro o banco de datos correspondientes a los clientes de todas las entidades. Es decir a todos los usuarios del sistema financiero. Este banco de datos es de carácter público y es accesible por cualquier persona a través de Internet en la página [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

La información contenida en la Base de Datos es, además, circularizada entre los Bancos y Entidades Financieras, así como las empresas privadas de Riesgo Crediticio (Veraz, Fidelitas, Nosis, etc.). Esta circularización se hace a través de la distribución física de un cd rom que también se vende a cualquier interesado en la sede del BCRA. Esto tiene la implicancia que una calificación falsa o errónea insertada en la base de datos y circularizada en un cd rom por el plazo de 24 meses, en forma mensual, causa un grave daño al ciudadano y/o empresa que es objeto de la misma, ya que, previo a cualquier operación comercial del monto que sea, cualquier entidad, comercio o particular, al consultar la base de datos encuentra una información falsa y que en muchos casos es causal de la no celebración de la operación (por ejemplo, negativa de otorgamiento de un crédito).

En marzo de 2001, mediante Comunicación A 3245 el BCRA decidió la creación de una segunda base de datos llamada cheques rechazados. Dicha base es accesible en la página web del banco [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar) y en la misma se colocan todos los cheques rechazados, indicando el librador, el monto y el número de cheque. Es decir que si una persona extravía una chequera y no da aviso al banco correspondiente, en el caso que se utilice fraudulentamente esta chequera, cada uno de los cheques rechazados quedará registrado y esta información será accesible a cualquier persona a través de Internet. Esta base de datos se actualiza diariamente y es una respuesta del BCRA a la llamada Ley de Competitividad que dejó sin efecto las inhabilitaciones bancarias. El control de los cheques es de vital importancia en la gestión financiera pyme.

Hasta marzo de 2001 el libramiento de 5 cheques sin fondos equivalía al cierre de la cuenta y a la inhabilitación para ser titular por 5 años. A partir de la ley de competitividad el sistema se auto regula, siendo los bancos privados los que imponen las condiciones para abrir o cerrar una cuenta corriente. Por ello la base de cheques rechazados opera, en los hechos, como una sanción para quien haya librado cheques sin fondo y no esté inhabilitado.

Una tercera base de datos que maneja el BCRA es la de deudores de entidades liquidadas. Las entidades liquidadas son las cuales han quebrado y su patrimonio (activos y pasivos) son administrados por el Banco Central. El BCRA tiene la tarea de cobrar los créditos que deja la entidad liquidada. Quienes son deudores de estas entidades se califican con el número 6, y son insertados en esta tercera base de datos que informa el nombre, el número de CUIT y el estado de gestión del cobro de la deuda (por ejemplo en gestión judicial).

Las bases de datos de los burós de crédito se arman con información proveniente de dos fuentes: públicas y privadas.

Fuentes Públicas:

- Las bases de datos del BCRA señaladas precedentemente;
- La lista de juicios comerciales iniciados que publica la Cámara Nacional en lo Comercial de Buenos Aires;
- Los datos del registro público de comercio (Inspección General de Justicia en la Capital);
- Los datos del registro nacional de las personas y del Registro Civil.

Las fuentes privadas son, en cambio, los mismos clientes de las empresas que están adheridos para recibir información y a su vez envían los datos sobre cumplimiento o incumplimiento de créditos.

Por ejemplo, el Banco Nación cuando un cliente se atrasa le informa al Banco Central (por obligación legal), y a Veraz (por medio de la relación contractual) acerca de la persona que se atrasó, el monto, el tipo de operación, si existen garantías, etc. De esta forma el buró de crédito va armando su base de datos, a veces relacionando situaciones de lo más remotas.

### **Calificación y Calificadoras de Riesgo**

La calificación de un título de deuda es la manifestación de una opinión sobre la capacidad de pago de un emisor con respecto a una obligación específica. Esta calificación toma en consideración al emisor de la deuda y sus garantías, tanto como el contexto en que se emite y en el que se deberá hacer frente a la deuda objeto de la calificación. La calificación de una obligación centra su atención en solo en la evaluación de la actual capacidad de pago del ente emisor, sino también en las posibles variaciones que tal capacidad de pago pueda presentar en el futuro.

De allí la importancia tanto de la metodología que se emplea como de la profesionalidad que pueda exhibir el calificador. En este contexto, por profesionalidad se debe entender no solo el conocimiento estrictamente técnico del calificador, sino también su criterio, imparcialidad, experiencia, pericia y capacidad para ponderar los distintos elementos y circunstancias que determinan una calificación.

Las calificaciones se basan en información primaria brindada por el emisor, más toda aquella obtenida por las calificadoras de riesgo de cualquier otra fuente que se considere confiable, aunque con la aclaración que esta búsqueda no implica una auditoría integral a la empresa evaluada.

La calificación asignada a un título de deuda puede verse sujeta a cambios a través del tiempo, como resultado de modificaciones en la situación del emisor, el garante o el contexto y /o falta de disponibilidad de la información necesaria para realizar nuevos análisis. Como en cualquier otro país, pero con

un efecto rebote siempre mayor por ser país denominado emergente, la economía argentina no está ajena a la crisis mundial y en consecuencia es sacudida por los avatares de las diferentes crisis, viéndose afectadas distintas variables macroeconómicas que luego tienen su impacto en la economía de las empresas individuales sujetas a evaluación. Las calificaciones tienen en cuenta distintos aspectos tales como:

1) Posibilidad de pago, variable que se encuentra vinculada no solo a la capacidad sino también la intención del emisor de pagar en tiempo y forma el capital e intereses de la deuda. Para tal fin, se efectúan los correspondientes análisis individuales o parciales vinculados a los siguientes aspectos:

- Sector industrial;
- Posición competitiva del emisor;
- Fortaleza patrimonial evidenciada en los balances;
- Fortaleza del cash – flow del emisor;
- Calidad del Management;
- Performance Operativa;
- Sensibilidad ante cambios en los distintos escenarios.

2) Naturaleza, condiciones y características de la obligación y resguardos del título.

3) Protección que ofrece y posición relativa de la obligación frente a un caso de quiebra, reorganización u otras circunstancias de acuerdo a la legislación sobre quiebras y demás leyes sobre los derechos de los acreedores.

Algunos de los elementos antes mencionados son susceptibles de ser medidos mediante el uso de "ratios". No obstante ello, los distintos tipos de ratios y la metodología contable – estadística de construcción e interpretación de los mismos no es, ni puede ser, uniforme para todas las actividades. Por tal motivo, la interpretación de iguales ratios en diferentes actividades puede resultar completamente diferente, siendo relevante la interpretación de los mismos la evolución histórica de las distintas mediciones y la contrastación de las mismas en relación a los competidores económicos del emisor analizado.

Los análisis de sensibilidad, naturalmente, complementan la información primaria aportada por los ratios, orientando la posible evolución de los mismos ante distintas contingencias. En tal sentido, estos análisis de sensibilidad suponen la construcción y evaluación de diferentes escenarios alternativos para el periodo en el que se debe atender el pago del principal y los intereses de la obligación objeto de calificación.

Una calificadora de riesgo es una sociedad (en general sociedades anónimas) cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

La calificación de riesgo tuvo su origen a principios del siglo pasado, en Estados Unidos, a raíz de la consolidación de un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras de ese país. En América Latina, Chile fue el primer país en contar con una entidad calificadora de valores (año 1988).

En teoría, una calificadora de riesgo “es un agente que propende por la profundización y madurez del mercado de capitales a través calificaciones objetivas e independientes, incorporando metodologías de prácticas que promueven entre emisores e inversionistas altos estándares de transparencia y de gobierno corporativo”<sup>69</sup>.

Las calificaciones, en teoría, son resultado de un proceso analítico que incluye una exhaustiva revisión de factores cuantitativos y cualitativos, y tienen, en general, y con las variantes que cada calificadora define en función de su estructura organizativa y forma de trabajo, los siguientes pasos o etapas para llegar al informe final o Calificación de Riesgo:

1. Acuerdo con el cliente que requiere la calificación.
2. Proceso informativo preliminar con el objeto de conocer los aspectos generales de la empresa o proyecto a evaluar.
3. Recolección de la información necesaria para el análisis; se determina si los datos y cifras que brinden las partes involucradas en el proceso son válidas y representativas; seguidamente se conforma por la calificadora un equipo interdisciplinario para el análisis de la información y redacción de un informe ejecutivo.
4. Presentación de un informe preliminar al Consejo de Calificación (cada administradora tiene un órgano de máxima autoridad dentro de su estructura que discute y define la calificación final a presentar).
5. Informe al emisor del dictamen o calificación; dicha calificación puede ser aceptada totalmente, parcialmente objetada o rechazada totalmente por el emisor. En caso de no ser aceptada la calificación, se procede a un nuevo análisis, como si fuese una especie de apelación ante la justicia, convocando un nuevo Consejo de Calificación que conoce los argumentos por los que no se acepta la calificación y determina si son suficientemente válidos como para reconsiderar la calificación, de no ser así se mantiene la decisión y la misma calificación.
6. Al ser aceptada la calificación por el emisor (o en teoría no aceptada pero sin argumentos válidos para cambiar la calificación original) se procede a comunicarla al mercado de valores.
7. En la séptima y última etapa se da un proceso de monitoreo continuo a la emisión, con el fin de mantener actualizada la calificación de riesgo asignada; en esta etapa la calificación puede sufrir modificaciones si se observan cambios significativos en relación a las condiciones imperantes al momento de la emisión.

La gama de instrumentos disponibles en el mercado nacional e internacional de capitales ha aumentado en los últimos años. En consecuencia,

---

<sup>69</sup> Definición extraída de brochure de presentación de BRC Investor Services SCV, afiliada a Moody's Investors Services Inc.



las calificadoras de riesgo han ampliado su gama de servicios de calificaciones. En general realizan calificaciones que cubren las áreas siguientes:

- Deuda de largo plazo
- Deuda de corto plazo
- Acciones preferidas
- Certificados de depósito
- Sociedades de inversión en el mercado monetario
- Sociedades de inversión en renta fija
- Capacidad de pagos de siniestros por parte de compañías de seguros.

La calificación de renta fija es una opinión sobre la solvencia de un deudor con respecto de una obligación específica. Dicha opinión puede tomar en cuenta a deudores tales como garantes o aseguradores.

Las calificadoras de riesgo siempre resaltan que sus calificaciones no constituyen una recomendación de compra, venta o mantenimiento de valores, por cuanto no hacen referencia al precio de mercado o a su conveniencia para un determinado inversor<sup>70</sup>. Lo cierto es que los dictámenes de las calificadoras, más allá de las argumentaciones técnicas que se introduzcan en ellos, no están ajenas a sus objetivos políticos y a sus propios intereses de negocios, y en tal sentido deben ser considerados. Antes, los usuarios de las calificaciones de créditos eran los que pagaban a las agencias por las investigaciones que llevan a cabo. Ahora son los dueños de los activos los que solicitan su calificación y a su vez los que pagan a las agencias, por lo que se genera un serio problema de conflicto de intereses.<sup>71</sup>

El siguiente listado<sup>72</sup> incluye a las calificadoras que están operando actualmente en La Argentina.

- Evaluadora Latinoamericana s.a. Calificadora de Riesgo
- Fitch Argentina Calificadora de Riesgo s.a.
- Moody's Latin America Calificadora de Riesgo s.a.
- Standard & Poor's International Ratings, LLC. Sucursal Argentina

Anteriormente también operaban en el Mercado argentino:

- Duff & Phelps De Argentina Sociedad Calificadora de Riesgo S.A. (Ahora Fitch Argentina)
- Humphreys Argentina Calificadora de Riesgo S.A. (Ahora Mood'ys Latin America)
- Magister/Bankwatch Calificadora de Riesgo S.A. (Ahora Mood'ys Latin America)
- Value Calificadora de Riesgo S.A. (Dada de Baja)

---

<sup>70</sup> De hecho, el mercado de deuda de hipotecas subprime no habría crecido tanto como lo ha hecho si no hubieran contado con calificaciones favorables de las agencias, opinión que comparten muchos analistas financieros respecto a la responsabilidad que les cabe a las calificadoras de riesgo por la severa crisis internacional del 2008-2009

<sup>71</sup> El New York Times lo explicó de esta manera: "Es como si los estudios de Hollywood pagaran a los críticos de cine por hacer la crítica de sus potenciales éxitos de taquilla"

<sup>72</sup> Extraído de página web Comisión Nacional de Valores, [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)

De la calificación de riesgo crediticio de una entidad hace parte el riesgo país o riesgo económico, que es la consideración del ambiente económico de negocios y social en donde opera el emisor. El anterior elemento es muy importante también en la determinación del riesgo soberano. El último se identifica con el grado y la forma en que las acciones del gobierno pueden afectar, directa o indirectamente, la habilidad de un deudor para utilizar los fondos disponibles y cumplir con sus obligaciones de deuda en moneda extranjera. Esta disposición se ve abocada a modificaciones ante la dificultad de las autoridades oficiales de poder cumplir en forma oportuna parcial o totalmente con los compromisos financieros con el exterior.

Es de tener en cuenta que la calificación del riesgo soberano depende también del grado de integración del país al sistema financiero internacional y de la tradición de cumplimiento oportuno de sus obligaciones financieras externas. A menudo la calificación de riesgo soberano equivale a la mayor confianza que se puede tener en la calidad de los títulos valores de un país y se asocia a la capacidad, voluntad y tradición del gobierno de cumplir puntualmente con su propia deuda externa y con la que él garantiza. Dicha puntualidad, teniendo en cuenta la complejidad de los elementos de los que depende, es muy representativa de la efectividad de las políticas económicas que aplican las autoridades y de la fortaleza del sistema económico para sostenerse más allá del mediano plazo. En estas circunstancias el riesgo soberano es reducido.

A continuación se exponen las categorías de calificación y sus respectivos significados:

Calificación	Significado de cada categoría de calificación
AAA (arg)	<i>AAA nacional implica la máxima calificación asignada por Fitch Argentina en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.</i>
AA(arg)	<i>AA nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificadas dentro del país.</i>
A(arg)	<i>A nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.</i>
BBB (arg)	<i>BBB nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.</i>
BB (arg)	<i>BB nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.</i>
B (arg)	<i>B nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de</i>

	<i>negocios.</i>
CCC (arg)	<i>CCC nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.</i>
CC (arg)	<i>CC nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Existe alta probabilidad de incumplimiento y la capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible del entorno económico y de negocios.</i>
C (arg)	<i>C nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Es inminente el incumplimiento a menos que el entorno económico y de negocios se desarrolle en forma favorable y sostenida.</i>
D (arg)	<i>D nacional se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.</i>
E (arg)	<i>E nacional se asigna a emisiones o emisores que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presentan información válida y representativa</i>

Fuente Fitch Argentina Calificadora de Riesgo

Las categorías descritas representan las calificaciones que pueden obtener las empresas dentro del contexto de La Argentina, lo cual no implica que una calificación AAA sea equiparable a una calificación AAA de una empresa de los EEUU, país aceptado en el mundo de las finanzas como el de menor riesgo relativo.<sup>73</sup>

Cabe acotar que para algunos analistas, el aspecto de la voluntad de pago tiene menor importancia en la evaluación de las empresas particulares. Esto es debido a que tienen una capacidad legal limitada mientras que los gobiernos pueden dejar de pagar las obligaciones por razones políticas aunque tengan la disponibilidad financiera para cumplirlas en su momento.

Frente a la deuda soberana en moneda nacional, la capacidad y voluntad de un gobierno de cumplir sus obligaciones está apoyada en su poder impositivo y en su control sobre el sistema financiero nacional, lo que potencialmente le permitiría un acceso ilimitado a los recursos en moneda nacional. En la evaluación de este asunto inciden las variables fiscales y monetarias. De otra parte, para el cumplimiento de la deuda pública pactada en moneda extranjera se deben asegurar divisas, lo cual exige tener en cuenta la interacción de tales políticas con las que atañen a la evolución de la balanza de pagos, así como el impacto de las dos primeras en el crecimiento de la deuda externa oficial.

A continuación se describen resumidamente lo que significan las distintas categorías de calificación en el marco de mercados internacionales:

## **1. Categorías de Inversión “Investment grade”<sup>74</sup>**

<sup>73</sup> De hecho los bonos del tesoro de EEUU se denominan habitualmente activos libres de riesgo y los rendimientos de los mismos configuran la tasa libre de riesgo, que es la base a partir de la cual se parte para el cálculo de toda tasa de rentabilidad esperada del capital o de interés.

<sup>74</sup> Investment grade. En el siguiente cuadro se muestra hasta que calificación se considera una inversión como investment grade. Generalmente se incluyen en esta categoría a los bonos que, dado que cumplen con condiciones

“AAA”: Título de muy alta calidad. Presupone la existencia de la más alta capacidad de repago del capital y del interés, en tiempo y forma de acuerdo a las condiciones de emisión.

“AA”: Título de muy alta calidad. Presupone la existencia de una muy alta capacidad de repago del capital y del interés, en tiempo y forma, de acuerdo a las condiciones de emisión. No obstante ello, al efectuarse el análisis de las posibles variaciones que pueda experimentar la capacidad de pago, ante cambios en variables de importancia relativamente secundaria al momento de realizar la calificación, surgen algunos indicadores que – estrictamente considerados – no muestran la máxima robustez.

“A”: Título de alta calidad. Presupone la existencia de una alta capacidad de repago del capital y del interés, en tiempo y forma, de acuerdo a las condiciones de emisión.

No obstante ello, la variación que experimenta dicha capacidad de pago presenta algunos síntomas de vulnerabilidad frente a cambios muy importantes en el mercado específico del emisor, en los mercados financieros y /o en las condiciones económicas generales.

“BBB”: Título de alta calidad. Presupone la existencia de una alta capacidad de repago tanto del capital como del interés, en tiempo y forma, de

que permiten inferir cumplimiento de sus obligaciones, reciben tal calificación de las agencias de riesgo y esto habilita a los bancos a invertir en ellos.

		S&P		Moody			
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Short Term	
Aaa	P-1	AAA		Aaa			Prime
Aa1		AA+	A-1+	Aa1	A1+		High grade
Aa2		AA		Aa2			
Aa3		AA-		Aa3			
A1		A+	A-1	A1	A1		Upper Medium grade
A2	P-2	A		A2			
A3		A-	A-2	A3	A2		
Baa1		BBB+		Baa1			
Baa2	P-3	BBB		Baa2			Lower Medium grade
Baa3		BBB-	A-3	Baa3	A3		
Ba1	Not Prime	BB+		Ba1			Non Investment grade speculative
Ba2		BB		Ba2			
Ba3		BB-		Ba3			
B1		B+	B	B1	B		
B2		B		B2			Highly Speculative
B3		B-		B3			
Caa			CCC+		Caa		
Ca		CCC		Ca			Extremely speculative
C		CCC-	C	C			In default with little prospect for recovery
/				/			
/		D	/	/	/		In default
/				/			

acuerdo a las condiciones de emisión. Si bien poseen estrategias que protegen la capacidad de pago de posibles futuras condiciones económicas generales adversas y /o circunstancias cambiantes del mercado específico o en los mercados financieros, dicha capacidad de pago se podría debilitar ante cambios importantes en tales circunstancias.

## **2. Categorías especulativas**

La deuda con calificaciones “BB”, “B”, “CCC”, “CC” y “C” se considera provista de características predominantemente especulativas en lo que se refiere a la capacidad de pago de intereses y principal. “BB” implica el menor grado de especulación, y “C” el mayor. Aunque dicha deuda tenga normalmente algunas características de calidad y protección, éstas se ven contrarrestadas por incertidumbres de importancia o vulnerabilidad considerable ante condiciones adversas.

“BB”: Título de calidad media. Presupone la existencia de una adecuada capacidad de pago actual, tanto del principal como del interés, en tiempo y forma, de acuerdo a las condiciones de emisión. En general, la protección del pago del interés y del principal no están completamente salvaguardados ante cambios relativamente importantes en la futura evolución del mercado que enfrenta el emisor, los mercados financieros y / o del contexto económico general.

“B”: Título de calidad media. Presupone la existencia de una adecuada capacidad de pago actual, tanto del principal como del interés, en tiempo y forma, de acuerdo a las condiciones de emisión. La capacidad de pago futura puede verse bastante afectada ante cambios no excesivamente importantes en variables económicas generales y, eventualmente mucho ante cambios en variable específicas.

“CCC”: Título de calidad regular. Las deudas calificadas en esta categoría poseen claros e identificables rasgos de encontrarse en una situación de baja capacidad de pago de sus obligaciones, o incluso de incumplimiento de las mismas. No obstante ello, la capacidad de pago futura puede mejorar sensiblemente ante cambios relativamente pequeños en las condiciones del mercado específico del emisor, de los mercados financieros y /o de las condiciones generales de la economía.

“CC”: Título de baja calidad. Las obligaciones calificadas en esta categoría son susceptibles de ser consideradas como altamente especulativas: tales emisiones se encuentran con problemas y / o retrasos actuales en sus pagos y la regularización de tal situación requiere cambios relativamente importantes en variables tales como las condiciones de su mercado específico, de los mercados financieros y /o de las condiciones generales de la economía.

“C”: Título de baja calidad. Las obligaciones calificadas en esta categoría corresponden a aquéllas que tienen perspectivas muy pobres: tienen indicios de serios problemas y /o retrasos actuales en sus pagos.

“D”: Las obligaciones calificadas en esta categoría corresponden a aquéllas que se encuentran en situación de no pago (“Default”).

“E”: Se califica en este rubro o categoría a los títulos de deuda cuyos emisores no proporcionan información representativa por el período mínimo exigido o durante la vigencia de la emisión.

Luego también se agrega la perspectiva a futuro que puede tener una emisión de deuda. La perspectiva de calificación evalúa la posible dirección que puede tomar la calificación de deuda a largo plazo de un emisor. Sin embargo cabe aclarar que determinar una perspectiva no es necesariamente un anticipo de un cambio de calificación.

- POSITIVA: Indica que la calificación puede subir.
- NEGATIVA: Significa que la calificación pudiera bajar.
- ESTABLE: Indica que no se visualizan posibles cambios.

Para entender el impacto que tiene la economía de un país sobre las emisiones de deuda de empresas que operan en dicho país, hay que explicar el concepto de riesgo país<sup>75</sup>. Es un índice que pretende exteriorizar la evolución del riesgo que implica la inversión en instrumentos representativos de la deuda externa emitidos por gobiernos de países "emergentes". Tal riesgo es el de no pago por parte de los gobiernos emisores de las sumas comprometidas (capital e intereses). El índice de riesgo para un país en sí mismo no dice nada, sólo adquiere relevancia al compararlo con el correspondiente a otro país, o al ver su evolución en el tiempo.

El riesgo país mide dos tipos de riesgos, a saber:

El riesgo soberano: que es el riesgo de que el Estado, y que está representado por el grado de probabilidad de que ante la eventualidad de incumplimiento de las obligaciones derivada de deudas contraídas por el Estado o garantizadas por el mismo las acciones judiciales contra el deudor puedan devenir ineficaces en razón de la soberanía del mismo

El riesgo transferencia: que es el representado por la probabilidad de que dicho país no llegue a contar con las divisas suficientes para hacer frente a sus deudas

El indicador “riesgo país” se elabora evaluando la conducta observada por la nación en el pasado respecto al cumplimiento de sus obligaciones, la situación jurídica, la situación social, la situación económica en lo que hace a las perspectivas en materia de reservas internacionales, endeudamiento

---

<sup>75</sup> El Riesgo País es un índice denominado Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) y mide el grado de "peligro" que entraña un país para las inversiones extranjeras. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente dinero en forma de bonos. Este indicador se concentra en las naciones emergentes, entre ellas las tres mayores economías latinoamericanas: Brasil, México y Argentina. También brinda datos sobre Bulgaria, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Polonia, Rusia y Sudáfrica. El EMBI+ es elaborado por el banco de inversiones J. P. Morgan, de Estados Unidos, que posee filiales en varios países latinoamericanos. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos, por los cuales se abona una determinada tasa de interés en los mercados.

externo, comercio exterior, situación fiscal, crecimiento del producto bruto interno (PBI), tasa de inflación, etc.

El valor del Riesgo País es igual a la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como base, ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado. Riesgo País = Tasa de rendimiento de los bonos de un país - Tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro norteamericano. Se calcula comparando cuanto mayor es la TIR<sup>76</sup> de un bono de largo plazo emitido por un gobierno dado respecto de la TIR de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 30 años. Normalmente, no se expresa al riesgo país como un porcentaje sino en una forma llamada "puntos básicos" o Basic points: no es otra cosa que multiplicar al porcentaje por 100.

EEUU se ha ganado con el tiempo la calificación de país con máxima capacidad de honrar sus deudas. Para otro tipo de análisis más profundo cabe evaluar cuanto impacta su derecho de señoreaje sobre todos los dólares que circulan por todo el mundo en su capacidad de honrar sus deudas. A continuación se puede observar un cuadro con el nivel de riesgo país de los países de Sudamérica en mayo 2010<sup>77</sup>.

País	Riesgo país medido en EMBI+
Emergentes promedio	346
Argentina	844
Brasil	246
Colombia	261
Ecuador	933
México	202
Panamá	229
Perú	224
Venezuela	1204

Es importante que desde La Argentina miremos y comparemos como estamos respecto a nuestros países vecinos. Junto a Ecuador y Venezuela somos los países con mayor riesgo relativo y esto impacta a nivel de las empresas que operan en nuestro país.

Diversos autores han documentado cómo las agencias importantes que operan en EEUU y en todo el mundo fallaron en predecir diversas crisis (algo más lejanas Asia, Rusia, casos de empresas como Enron, más reciente como el de hipotecas subprime, actualmente casos Grecia, España). Erraron sus pronósticos en esta crisis a pesar de saber mejor que nadie que los activos que respaldaban los valores que ellos habían calificado estaban plagados de activos tóxicos. Cuando fueron confrontados con esta cuestión, quedaron exentos de toda responsabilidad porque los ampara la primera enmienda de la

<sup>76</sup> TIR, tasa interna de retorno o tasa que iguala el desembolso inicial en una inversión con los ingresos de fondos futuros descontados al momento 0 o inicial. La TIR presenta varios defectos entre ellos que implica la reinversión de los fondos a la misma tasa TIR.

<sup>77</sup> El índice riesgo país varía diariamente. Se toma uno de los valores del mes de mayo que es indistinto a los efectos del desarrollo del punto temático

constitución de los Estados Unidos. Además, existe poca o ninguna competencia entre las agencias. Standard and Poor's, Moody's y Fitch's acaparaban hasta hace un tiempo más de las tres cuartas partes de todo el mercado de calificación crediticia. Y la concentración parece asegurada por las normativas vigentes en los Estados Unidos que complican el ingreso de nuevas agencias al mercado.

Las agencias calificadoras de crédito tienen serios conflictos de intereses, enfrentan escasa o ninguna competencia, fallan constantemente en predecir situaciones de insolvencia y acentúan las crisis financieras en cuya generación, para muchos analistas, jugaron un papel fundamental.

Es necesario encarar estas cuestiones para prevenir de una mejor forma crisis como la reciente de las hipotecas subprime. Y también es importante monitorear la actuación de estas mismas agencias después de que estalla una crisis, ya que su intervención puede dar lugar a resultados nefastos. Como fracasan en predecir una crisis, bajan la calificación crediticia después de que aquella estalla. Esto prolonga y profundiza la crisis porque a menudo los países necesitan emitir bonos para financiar su recuperación. Cuanto más riesgo conlleven según la calificación, mayor será el costo de financiación para el país emisor. Y lo que es peor, cuando las naciones se embarcan en políticas monetarias y fiscales expansivas para salir de una crisis, se las castiga con una peor calificación crediticia.

#### **- Confiabilidad de la información contable**

A nivel de información contable, compañías en quiebra relacionadas con fraudes contables, han hecho que se pierda credibilidad en la información contable y en los profesionales intervinientes.

No es objeto principal de mi trabajo el evaluar las debilidades que presentan la contabilidad y sus controles, y por tal motivo solo expongo algunos conceptos generales que considero importante tener en consideración a la hora de mejorar la señalización como estrategia de reducción de la asimetría informativa.

La interacción de los diversos actores (insiders y outsiders), el sistema de información contable y el análisis de la actitud de todos los participantes ante la información contable, permite establecer diversos factores que inciden en la confiabilidad de la información.

Los participantes en la generación e interpretación de los informes contables son:

- los administradores (agentes en la relación de agencia con los accionistas)
- los dueños – accionistas (principales en la relación de agencia con sus empleados)



- los auditores externos
- los empleados
- los proveedores
- los clientes
- los acreedores financieros
- el gobierno

Sunder (2005, 188) señala que “tanto los administradores como los auditores tienen una ventaja de información en relación a los accionistas. Además los administradores tienen una ventaja de información en relación con los auditores, mientras que los auditores tienen la ventaja de su especialización contable. El conjunto de contratos resultantes de los tres actores debe prometer mejores prospectos para cada uno de ellos, comparado con lo que ellos podrían obtener solos o formando coaliciones más pequeñas”.<sup>78</sup>

Entre las debilidades que debe superar la información contable podemos mencionar:

- los intereses de la gerencia / administración que puede tener incentivos de exponer información alejada de la realidad de la empresa;
- inadecuados controles de auditoría interna;
- insuficiente e inadecuada supervisión del directorio (o socios) sobre lo actuado por sus gerentes y/o asesores externos;
- falta de independencia de los auditores externos (incentivo de los honorarios que cobran);
- la ineficacia de los mecanismos de control de los auditores;
- la falta de adecuación completa de las normas contables;
- la poca efectividad de los entes reguladores encargados de la fiscalización de los estados contables que presentan las empresas;
- el comportamiento de los diversos asesores de la empresas;
- la falta de comportamiento ético por parte de los distintos participantes

Dada la existencia de conflicto de intereses entre un empresario que, por ejemplo, desea acceder a una línea de crédito, y una entidad financiera que evalúa la posibilidad del otorgamiento de tal línea, es dable esperar que, *ceteris paribus*<sup>79</sup>, el empresario busque exponer de la mejor forma su situación económica financiera.

La experiencia nos indica que los estados contables, en muchos casos, no representan la realidad económica y financiera de una empresa. Numerosos ejemplos se pueden citar de elementos que se influyen negativamente en la exposición de los estados contables de empresas, y que tienen que ver con la disyuntiva empresaria entre exponer una mejor situación económico – financiera y aspectos impositivos, societarios y personales que inclinan la balanza en el otro sentido. Algunos de estos ejemplos son:

<sup>78</sup> Párrafo perteneciente a Sunder pero extraído de Tesis Doctoral de Miguel Canetti (2007)

<sup>79</sup> Agrego *ceteris paribus*, expresión latina que significa "todo lo demás constante", ya que en realidad existen varios *trade off*, como por ejemplo la disyuntiva entre presentar *eccc* con mejores resultados (señal positiva para acceso al crédito) y presentar *eccc* con resultados más pobres (para reducir la carga impositiva del ejercicio).

- operaciones sin facturar<sup>80</sup>
- compra y venta de facturas
- manejo discrecional de los inventarios y sus respectivas mermas
- préstamos entre socios y empresa, con terceros o diversos mecanismos de contratos de mutuo que no se corresponden con la realidad de la operación económica

Los estados contables son en general, para las pymes, un trámite, una carga que deben sobrellevar de alguna manera y no son utilizados como un elemento de gestión. Una adecuada organización de la contabilidad de una firma implica la generación de balances de sumas y saldos, cuenta económica y flujo de fondos en forma mensual. ¿Cuántas pymes se manejan de esta forma? Pocas.

Si una empresa se atrasa en la presentación de los estados contables a la IGJ (para el caso de las sociedades anónimas), no hay una sanción importante por la falta cometida. Ni las normas aplicables ni el órgano de contralor en materia de presentación de los estados contables de las empresas, la IGJ<sup>81</sup>, ayudan demasiado para que la situación cambie.

Según la Resolución General IGJ N° 7/05 en su artículo 264:

“ Las sociedades por acciones y las de responsabilidad limitada cuyo capital alcance el importe fijado por el artículo 299, inciso 2º, de la Ley N° 19.550, presentarán a la Inspección General de Justicia sus estados contables anuales (o cuando correspondan por períodos intermedios) expresados en pesos”.

“La confección de los mismos debe ajustarse a las normas técnicas profesionales vigentes y sus modificaciones (Resoluciones Técnicas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas), en las condiciones de su adopción por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, y en cuanto no esté previsto de diferente forma en la ley, en disposiciones reglamentarias y en las presentes Normas”.

“Las respectivas resoluciones técnicas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas Nros. 16, 17, 18, 19, 20 y 21, con sus modificaciones vigentes introducidas por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, regirán la presentación de los estados básicos y complementarios e información requerida en dichas resoluciones técnicas, con las salvedades que a continuación se establecen...”. No viene al caso continuar con las salvedades que señala la norma, ni tampoco con el resto de los artículos de esta resolución general hasta desde el art. 264 al art. 287, que señalan las diferentes obligaciones en materia registral, de valuación y exposición.

<sup>80</sup> En la jerga empresaria las operaciones que no se formalizan se pueden llamar de diferentes formas, a saber, operaciones en negro, operaciones parte dos, operaciones diferidas, operaciones azules, etc. Puede llegar a ser muy extensa esta lista.

<sup>81</sup> IGJ, Inspección General de Justicia.

Si no existe una penalidad importante ante el no cumplimiento de las normas, la ley más que ley se convierte en una cuestión ética o moral, o como deseamos llamarla, pero no facilita el objetivo de alcanzar un grado de cumplimiento general satisfactorio. Basta observar la jurisprudencia para verificar las insignificantes multas por incumplimiento en la presentación en tiempo y forma de los estados contables<sup>82</sup>.

Mediante la RG 6/2006 la IGJ determina la información que debe exponerse en las memorias descriptivas según art. 66 de Ley de Sociedades Comerciales, además de fijar el capital social, a partir del cual las sociedades anónimas quedan sujetas a fiscalización estatal permanente, conforme lo previsto por el inciso 2º del artículo 299<sup>83</sup> de la Ley N° 19.550. Esta resolución fue luego suspendida por el término de un año por la RG IGJ 1/2008 con el objeto de reevaluar la conveniencia del contenido de la memoria descriptiva.

La RG 4/2009 modifica el art. 1 de la RG 6/2006 determinando nuevamente que debe exponerse en las memorias descriptivas. También en su art. 2 libera a las sociedades no comprendidas en el art. 299 de la ley 19.550 de la presentación de la memoria descriptiva mencionada. Para ello deben presentar una dispensa, lo cual salvo que una sociedad tenga problemas internos con accionistas que impidan presentar tal dispensa, es un mero trámite sin demasiada complicación que lamentablemente permite evitar exponer información valiosa de lo que ocurre en cada empresa.

Además de la información resumida respecto de lo que se puede observar a través de los distintos rubros de la situación patrimonial, estados contables, estado de resultados, estado de origen y aplicación de fondos y otros cuadros y anexos, la normativa exige una breve descripción del negocio, la naturaleza de las operaciones de la sociedad, sus principales actividades y productos vendidos o servicios prestados durante el ejercicio, y los principales mercados donde opera. Todo esto es información valiosa que puede ayudar en la búsqueda de reducir la asimetría de información entre prestamistas y prestatarios. La dispensa permitida, trámite por medio, no colabora con el objetivo de hacer más transparente la actividad de una empresa a través de sus estados contables.

## **2.5) Justificación teórica de los sistemas de garantía**

---

<sup>82</sup> Como ejemplo sirve la Res. 131/2005 expediente N° 452815/44514, trámite N° 439583 correspondiente a la sociedad «TRANSPORTES AUTOMOTORES PUEYRREDON S.A.», La empresa adeudaba a la IGJ registros contables y sociales actualizados, constancia original de empadronamiento societario, constancias originales de pago de tasas anuales y presentación de balances de los últimos 3 años y finaliza aplicando al presidente y vicepresidente de la s.a. una sanción de MULTA de Pesos Mil Quinientos (\$ 1.500.-) a cada uno de ellos.

<sup>83</sup> Artículo 299 - Las sociedades anónimas, además del control de constitución, quedan sujetas a la fiscalización de la autoridad de contralor de su domicilio, durante su funcionamiento, disolución y liquidación, en cualquiera de los siguientes casos: 1. Hagan oferta pública de sus acciones o debentures. 2. Tengan capital social superior a (10 millones de \$ según RG 6/2006 IGJ), monto éste que podrá ser actualizado por el Poder Ejecutivo, cada vez que lo estime necesario. 3. Sean de economía mixta o se encuentren comprendidas en la Sección 6. 4. Realicen operaciones de capitalización, ahorro en cualquier forma requieran dinero o valores al público con promesa de prestaciones o beneficios futuros. 5. Exploten concesiones o servicios públicos. 6. Se trate de sociedad controlante de o controlada por otra sujeta a fiscalización, conforme a uno de los incisos anteriores.

Las teorías basadas en la existencia de información asimétrica (Teoría de la agencia, Teoría del orden de preferencia y Enfoque de señales), son las que han tenido un mayor desarrollo en los últimos años buscando soluciones en este campo de investigación. En el contexto de las decisiones financieras la consideración de la AI supone, además de profundizar el estudio de los factores explicativos de la estructura de financiación de las empresas, analizar las siguientes cuestiones:

1. la utilidad de la deuda como señal informativa;
2. la preferencia de los empresarios y gerentes por la autofinanciación;
3. la incidencia del racionamiento del crédito;
4. el papel que cumplen determinadas “instituciones” como reductores de asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios

### **Mecanismos que intentan solucionar el problema de asimetría de información**

Entre las alternativas existentes para enfrentar la asimetría de información (AI), se encuentran los siguientes mecanismos de protección generalmente aceptados:

- Racionamiento de crédito
- Gestión de contratos financieros - Clausulas contractuales
- Sistemas de seguimiento y/o control
- Señales
  - Garantías
  - Fondos propios
  - Agencias de riesgo crediticio y Calificadoras de riesgo

#### **- Racionamiento de crédito**

Según lo ya expuesto en las definiciones previas del capítulo I, el concepto del racionamiento del crédito describe la situación cuando el sistema financiero limita la oferta de préstamos, aún en contextos de existencia de fondos suficientes para hacer frente a los requerimientos de financiaciones.

La tasa de interés es el instrumento generalmente utilizado para discriminar entre proyectos riesgosos y seguros (racionamiento vía tasas de interés). De contar con toda la información relevante, el acreedor cargaría una tasa mayor a aquellos proyectos que considera de más riesgo, pero debido al problema de información asimétrica, a un proyecto de menor riesgo se le puede intentar cargar una tasa mayor que a un proyecto de mayor riesgo relativo. Termina ocurriendo en muchas ocasiones que un prestatario no obtiene el volumen de crédito que solicita al tipo de interés corriente porque el banco aplica una tarifa más elevada conforme sea mayor la cantidad de crédito demandada. Es decir que se procura racionar aumentando el precio (tasa) para limitar el volumen de préstamos, en lugar de fijar el precio (tasa) por la calificación de riesgo del prestatario.

Sucede aquí que el empresario que desea llevar adelante el proyecto de menor riesgo relativo, puede decidir autofinanciarse o posponer la inversión si considera que el costo que recibe es elevado. En caso de ir perdiendo proyectos de menor riesgo quedan por ende en cartera proyectos de mayor riesgo relativo y es correcto pensar que quien provee los fondos racionará el monto prestable generándose por tanto una demanda insatisfecha de crédito.

Por el lado de lo que algunos autores denominan Racionamiento puro, nos encontramos en la situación en que los bancos son incapaces de distinguir unos prestatarios de otros, de tal forma que deciden no atender el total de la demanda efectiva de crédito. La causa que da origen a este tipo de racionamiento es la incapacidad para distinguir la calidad de los clientes entre sujetos observacionalmente equivalentes.

Dado que el racionamiento es una solución desde el punto de vista de prestamista, este trabajo se propone encontrar alternativas a este mecanismo ya que la solución del prestamista constituye un problema para los prestatarios, y más específicamente para el segmento de empresas pymes que sufren principalmente este racionamiento.

#### **- La gestión de los contratos financieros – Clausulas contractuales<sup>84</sup>**

Previamente se ha explicado que los contratos financieros son complejos ya que implican información imperfecta; por dicha razón se pueden modelar como una relación principal-agente. A pesar de dicha complejidad hay un abanico de sistemas de seguimiento, que con un costo razonable, pueden ser efectivos de cara a reducir el problema de la asimetría de la información.

A través de la inclusión en el contrato de los apropiados incentivos, restricciones y penalizaciones el principal puede animar al agente a actuar según sus intereses. Así, las opciones de compra de acciones para la directiva y los incentivos en forma de acciones se diseñan con ese fin. En bastantes casos el principal no puede observar todo lo que hace el agente y por ello éste último actúa en su propio beneficio (y en perjuicio de aquél) incurriendo en un problema de riesgo moral (recuerde que éste ocurre cuando el agente destina los recursos financieros a un fin distinto al que pactó con el principal porque sabe que éste es incapaz de descubrirlo). Para cubrirse de este riesgo el principal puede realizar un seguimiento o control de las acciones del agente aunque, es necesario decir que, ello es costoso y a veces totalmente imposible de llevar a cabo<sup>85</sup>. La mayoría de los contratos, o bien no incorporan el seguimiento, o lo hacen de forma incompleta.

Cuando un principal utiliza en su nombre a un agente, una consideración importante, a la hora de determinar una asignación eficiente de los recursos del principal debido a los costes implicados, es el alcance del seguimiento. Así, la probabilidad de que un agente incurra en comportamientos impropios es una

---

<sup>84</sup> Las clausulas contractuales son consideradas dentro de las alternativas de señalización, de la misma forma que lo son las garantías y los fondos propios.

<sup>85</sup> Aunque el costo del seguimiento inicialmente corre a cargo del principal, en muchos casos, se le acaba repercutiendo al agente

función inversa del alcance del control al que sea sometido. De tal manera que para una situación determinada, existirá una cantidad de seguimiento óptima (que contrarreste la posibilidad de pérdida de recursos debida a la falta de ética del agente) con relación a los recursos empleados en realizar el seguimiento de sus actuaciones.

Este seguimiento puede llevarse adelante a partir del control de cumplimiento de diversas cláusulas contractuales. Se trata de cláusulas para proteger los derechos del acreedor. Existen cláusulas negativas, que inhiben ciertas acciones por parte del deudor, y positivas, que obligan al mismo a realizar ciertas acciones.

Las cláusulas de protección<sup>86</sup> son el principal medio por el que los acreedores (prestamistas y obligacionistas), por un lado previenen que los accionistas y directivos se beneficien a costa suya y, por otro, consiguen reducir el riesgo de sus activos financieros. Las cláusulas de protección pueden ser de dos tipos atendiendo a si impiden u obligan determinadas prácticas a la empresa:

1) Cláusulas de protección negativas: Limitan o prohíben ciertas acciones a menos que sean consentidas por los acreedores. Entre las acciones que limitan podemos señalar: un endeudamiento adicional, la hipoteca de un activo determinado con objeto de beneficiar a otro acreedor, el reparto de dividendos más allá de una proporción determinada de los beneficios, la posibilidad de fusionarse o vender activos, la posibilidad de realizar arrendamientos financieros (leasings), cambios de propiedad de las empresas filiales, operaciones con las filiales, etcétera.

2) Cláusulas de protección positivas: Especifican ciertas acciones que la empresa debe tomar. Por ejemplo, que la empresa entregue a los acreedores trimestralmente los principales estados contables, el requerimiento de un sistema *sinking fund* para amortizar la deuda<sup>87</sup>, la recompra de los títulos de deuda ante un cambio del control de la empresa (se conoce como opción de venta venenosa), el mantenimiento de un fondo de maniobra o de un patrimonio mínimos predeterminados, etcétera.

Las cláusulas de protección pueden ser de cinco tipos atendiendo al sujeto de su protección:

1) Cláusulas de los activos. Especifican qué derechos tiene el tenedor de bonos sobre los activos de la empresa en caso de insolvencia (deuda principal, deuda subordinada, deuda garantizada, etc.). Algunas de estas cláusulas pueden prohibir la adquisición de otras empresas.

---

<sup>86</sup> A las cláusulas de protección también se las conoce como bond covenants

<sup>87</sup> Este sistema, que podríamos traducir por fondo de amortización, implica el retiro o amortización de un cierto porcentaje de las obligaciones emitidas en unos instantes determinados del tiempo (la amortización se realiza con cargo a dicho fondo, que es gestionado por un banco de inversión); por ejemplo, en un bono a 20 años puede obligar a que el 25% de la emisión se retire entre el año 7 y el 14. Reduce los costos de agencia al mitigar el problema de la sustitución de activos, puesto que los recursos financieros entregados al fondo no se pueden utilizar para realizar proyectos de inversión. Claro que esto reduce la flexibilidad de la compañía de cara a futuras inversiones.

2) Cláusulas sobre los dividendos. Restringen el pago de los dividendos a una cantidad que suele depender del tamaño de los beneficios, de los nuevos fondos generados por la venta de acciones y de la magnitud de los dividendos pagados hasta el momento.

3) Cláusulas sobre la financiación. Describen la cantidad de deuda adicional que la empresa puede emitir y el derecho sobre los activos que esta deuda adicional puede tener en caso de suspensión de pagos (la deuda nueva suele tener derechos subordinados sobre los activos).

4) Cláusulas de ratios financieros. Las cláusulas de los activos y de la financiación suelen requerir que la empresa mantenga ciertos ratios financieros. Ejemplos: nivel mínimo del fondo de rotación, nivel mínimo del ratio de cobertura de intereses, etcétera. Cuando la empresa no puede cumplir las condiciones impuestas por los ratios financieros, está técnicamente en suspensión de pagos, incluso aunque haya realizado hasta la fecha el servicio de la deuda de forma escrupulosa.

5) Cláusulas de vinculación. Sirven para controlar que el deudor está cumpliendo las otras cláusulas de protección: Auditorías independientes de los estados contables, fideicomisario que vigile el cumplimiento de aquéllas, firmas periódicas de los directivos asegurando su cumplimiento.

Cuando la deuda de la empresa está calificada como “no-inversión” las cláusulas de protección controlan además las estrategias de negocios de la empresa. Pueden incluir cláusulas de protección positivas y negativas sobre la emisión de la deuda principal, los cambios de control en la empresa, las limitaciones a los dividendos y a la recompra de acciones, la venta de activos, el mantenimiento de bienes inmuebles, la contratación de seguros, etcétera.

Estas y otras restricciones imponen un coste a los accionistas hasta el extremo de restringir la flexibilidad de las operaciones de la empresa, sobre todo en el caso de que ésta deba renunciar a realizar proyectos con un VAN positivo. Aunque es posible solicitar el consentimiento del acreedor de cara a relajar alguno de las cláusulas de protección, ello lleva tiempo y es caro. En concreto, los prestamistas suelen solicitar algún tipo de contraprestación (un pago inmediato en dinero líquido o un aumento del tipo de interés del cupón) a cambio de su consentimiento.

El papel esencial de la mayoría de las cláusulas de protección consiste en proporcionar una forma de seguimiento o control. Algunas cláusulas se diseñan como un sistema de alerta temprana para que los acreedores sean avisados de las prácticas empresariales que pudiesen serles perjudiciales.

Tanto la posibilidad de que la emisión sea amortizada anticipadamente, como la estructura de la amortización de la deuda, proporcionan medios para resolver los problemas de agencia asociados con la asimetría informativa, la renuncia a oportunidades de crecimiento, y la inclinación a tomar decisiones arriesgadas por parte de los accionistas. Así, por ejemplo, la posibilidad de que la empresa pueda amortizar anticipadamente las obligaciones eliminaría las

trabas a realizar proyectos de inversión arriesgados cuyos beneficios deberían ser compartidos entre los accionistas y los acreedores en el caso de que la deuda no tuviera la opción de amortización anticipada.

#### **- Algunos sistemas de seguimiento o control**

a) La auditoria de los estados contables es un clásico sistema de control o seguimiento de la actividad de los agentes (directivos, accionistas y empresa), que proporciona un sistema de alerta temprana al principal (accionistas, obligacionistas y consumidores).

b) La calificación de los bonos, realizada por agencias de calificación independientes, proporciona un sistema de seguimiento que se pone en marcha en el momento de realizar la emisión y que dura hasta su completa amortización.

c) Las regulaciones gubernamentales sirven como sistema de seguimiento o control, tanto en lo tocante a la calidad de los productos o servicios suministrados por la empresa, como en otras series de temas que relacionan a la empresa con su entorno.

d) El sistema legal persigue el mal comportamiento de los agentes (fraude, malversación de fondos, uso de información privilegiada, maquinación para alterar el precio de las cosas, etc.) proporcionando, al mismo tiempo, un sistema de alerta y protección al principal.

e) La nueva financiación externa, al obligar a la directiva a suministrar información sobre la compañía con objeto de obtener nuevos recursos financieros, está facilitando el seguimiento del agente por parte de los actuales inversores (accionistas y acreedores) de la empresa. Así, si la empresa puede conseguir dicha nueva financiación, querrá decir que el mercado financiero confía en ella y que tiene un estado financiero saludable.

f) El reparto de dividendos líquidos de forma regular puede ayudar a reducir los costos de agencia al obligar a la compañía a acudir frecuentemente al mercado financiero en busca de los fondos necesarios para ello lo que, como ya comentamos en el punto anterior, obliga a que el mercado analice la gestión de los directivos.

g) La reputación del agente. Si éste busca mantener su buena reputación proporcionará una información exacta de sus actividades gestoras para evitar que existan sospechas sobre su comportamiento que pudiesen poner en peligro aquélla.

h) La organización multinivel es, en sí mismo, un sistema de seguimiento y control al permitir revisar continuamente las decisiones tomadas en otros niveles; lo que implica que un mal comportamiento deba ser compartido por varias personas, mientras que si la toma de decisiones recayese sólo en una sería más difícil de realizar.



La literatura denomina como costos de fianza (o *bonding costs*) a aquéllos en los que incurren los agentes para asegurarse de que actuarán en sintonía con los intereses de los principales, con lo cual dentro de estos costos podemos incluir todo mecanismo de seguimiento y control, y también todos los costos de constitución de garantías.

Incluso cuando los sistemas de seguimiento y de fianza son utilizados convenientemente puede existir alguna divergencia entre los intereses del principal y el del agente. El costo resultante de dicha divergencia se denomina pérdida residual. Ésta es el costo implícito que resulta de la imposibilidad de alinear perfectamente los intereses del agente y del principal, a pesar de haberse incurrido en costes de seguimiento y de fianza. Jensen y Meckling (1976) opinan que los conflictos de intereses causarán problemas y pérdidas a las partes implicadas, por lo que ambas estarán fuertemente motivadas para minimizar los costos de agencia de tal cooperación.

### **- Señales**

En función a lo desarrollado en el enfoque de señales, y como parte de la justificación teórica de la existencia de sistemas de garantías, se mencionan los mecanismos que considero adecuados para solucionar el racionamiento actual de crédito al que quedan sometidas las pequeñas y medianas empresas. También se deben considerar dentro del conjunto de señales a las cláusulas contractuales que permiten aliviar el problema de AI en los contratos financieros.

Para evitar sobretasas o racionamiento de crédito, tanto una empresa como un país pueden emitir señales que transmitan información sobre la bondad de un proyecto (a nivel empresa) o las bondades de planes, proyectos, situación macroeconómica esperada (a nivel estado). No sirve la señal vacua, la habladuría barata. Las señales fiables son aquellas que en general implican algún costo y cuya recompensa es el acceso a condiciones crediticias más blandas.

Se mencionan las señales típicamente descritas en la literatura que, teóricamente, sirven para solucionar al menos parcialmente, el problema planteado por la información asimétrica y el consecuente racionamiento de crédito.

- garantías
- fondos propios
- cláusulas contractuales<sup>88</sup>
- Aporte de información a agencias y calificadoras de riesgo

### **Garantías**

---

<sup>88</sup> El desarrollo explicativo de esta señal se incluye en gestión de contratos financieros.

Es un activo del deudor que pasa automáticamente a propiedad del acreedor en el supuesto de que el ingreso del proyecto sea insuficiente para repagar la deuda en pleno. En el marco de la selección adversa, el principal interesado en ofrecer una garantía es el deudor con el proyecto más seguro, quien soporta un costo de financiación injustamente alto.

El tan difundido uso de las garantías en el mundo real es un indicador indiscutible de la importancia práctica de las asimetrías informativas. Aún en caso de que pierda relevancia la asimetría de información, y al no trabajar en condiciones de certeza, las garantías reducen riesgo, y al reducir riesgo, la rentabilidad mínima exigida por quien es prestamista, en teoría, debiera tender a ser menor ya que menor riesgo debiera implicar exigir menor rentabilidad. A su vez esto debiera implicar un beneficio para el deudor en términos de menor tasa de interés.

La garantía de un crédito constituye una obligación adicional que refuerza la deuda originaria. Al ser obligaciones adicionales, debe verse a las mismas, para el caso que surjan problemas, como “segunda” fuente de repago y no como “primera” fuente o fuente natural. Previo a la constitución de las garantías, deberá asegurarse previamente la calidad de las mismas, considerando tres aspectos fundamentales:

- Valor comercial
- Valor jurídico
- Posibilidad de depreciación

En cuanto a las características de las garantías, las mismas deben ser:

- Accesorias
- Determinadas por Ley
- Condicionales

Entre los aspectos a verificar para la suscripción del contrato de garantía se deben tener en cuenta:

- Representación del deudor (personería y facultades).
- Domicilio denunciado.
- Notificaciones (forma fehaciente).
- Mecanismo de constitución en mora.
- Lugar de cumplimiento.
- Tasas de interés (compensatorio y punitivo).
- Competencia judicial para casos de conflicto.
- Consentimiento conyugal.

Para que tengan validez y eficacia están ligadas al cumplimiento de los requisitos sustanciales de cada tipo de cada tipo de garantía (particularmente los principios de especialidad y accesoriedad) e instrumentación adecuada para configurar un título de deuda idóneo con miras al proceso de cobro judicial.

### Principio de “especialidad”

- Se relaciona con la garantía que se otorga.
- Determinación cualitativa y cuantitativa del patrimonio o bien que se afecta.

### Principio de “accesoriedad”<sup>89</sup>

- Se relaciona con la operación garantizada.
- Determinación de la obligación principal:
  - Causa (origen) de la operación celebrada.
  - Objeto de la prestación.
  - Magnitud (medida del objeto de la prestación).

La validez de las garantías otorgadas por sociedades depende de las previsiones contractuales o estatutarias<sup>90</sup>. El contrato o estatuto puede:

- Admitir el otorgamiento a favor de terceros.
- Prohibir el otorgamiento.
- Incurrir en silencio.

Si el contrato o estatuto no dice nada, la sociedad podrá otorgar garantía a favor de terceros siempre que:

- Exista una resolución afirmativa del órgano de administración.
- Tal resolución sea fundada, o sea que exprese el interés de la sociedad y la relación directa o indirecta con el objeto social.
- Sea constituida por el representante legal o por representante convencional con poder suficiente.

Entre las clases de garantías se encuentran las siguientes:

**Garantías personales:** recaen sobre el patrimonio de un tercero que se ofrece al acreedor. Ejemplo: Fianza, aval.

**Garantías reales:** Recaen sobre bienes determinados del deudor o de un tercero que limita su responsabilidad al bien afectado por la garantía. Ejemplos: Prenda, hipoteca, warrant, etc.

**Garantías autoliquidables:** Son las que la realización del bien afectado la garantía de la obligación principal, se efectúa extrajudicialmente, cuando esta última resulte impaga al vencimiento, a través de un procedimiento seguido por el acreedor o un tercero autorizado. Ejemplo: Prenda comercial, prenda con registro realizable administrativamente (Estado, sus reparticiones autárquicas, bancos oficiales y privados), hipotecas realizables extrajudicialmente, etc.

<sup>89</sup> La garantía no accesoria, sin obligación principal, no está permitida

<sup>90</sup> La prohibición de garantizar o el incumplimiento de los recaudos precedentes cuando el contrato o estatuto nada dice, hace inoponible la garantía a la sociedad, que así no queda obligada

Garantías atípicas: Pese a no estar reguladas como garantías, en la operativa bancaria se utilizan como tales. Ejemplo: Cesión de créditos.

Entre las características jurídicas de los principales tipos de garantías es importante destacar que:

Fianza: Hay contrato de fianza cuando una de las partes se obliga accesoriamente por un tercero y el acreedor de ese tercero acepta su obligación accesoria. Es importante que la fianza contenga las cláusulas que se consignan a continuación:

- Renuncia expresa a los beneficios de división y excusión.
- Obligación del fiador como principal pagador.

Las fianzas pueden ser otorgadas:

- Por un plazo determinado, estipulado en el mismo contrato o en el instrumento de la obligación afianzada.
- Sin plazo. En este caso las operaciones realizadas mientras la fianza esté vigente quedan amparadas por la garantía.

En este tipo de vigencia, cuando la fianza es comercial, el fiador puede exigir su liberación cuando han transcurrido más de cinco años de su otorgamiento, invocando este derecho ante el deudor, quien deberá gestionar la sustitución del fiador.

Fianza abierta: En razón que la Ley determina que las fianzas dadas en seguridad de obligaciones futuras deben tener un objeto determinado, es importante que las obligaciones garantizadas, estén contenidas y perfectamente individualizadas en el instrumento de otorgamiento de la fianza.

Aval: Es un acto unilateral por el cual una persona se obliga cambiariamente en los mismos términos que la persona por quien ha otorgado el aval. El aval puede constar:

- En el mismo documento o en su prolongación.
- En documento por separado.

Debe indicar por cuál de los obligados se otorga, caso contrario se considera otorgado por el librador.

Entre las variantes de prendas podemos encontrar las siguientes:

Prenda Comercial: Es el contrato por el cual un deudor entrega al acreedor un bien mueble en garantía de una operación comercial. Pueden darse en prenda:

- Bienes muebles.
- Mercancías.
- Títulos públicos y privados.

- Acciones de compañías o empresas.
- Papeles de crédito negociables en el comercio.

Para que este tipo de garantía sea oponible a terceros debe estar constituida en un documento escrito.

**Prenda con Registro<sup>91</sup>:** A diferencia con la comercial, en este tipo de prenda, el bien queda en poder del deudor y la no entrega del mismo al acreedor queda suplida por la inscripción en los registros correspondientes. Existen dos clases de prenda con registro:

- Fija: sobre bienes muebles o semovientes y sus frutos y productos aunque estén pendientes (Ejemplo: Máquinas, rodados, motores, etc.).
- Flotante: Sobre mercaderías y materias primas.

**Privilegio del acreedor prendario:** Se conserva hasta la extinción de la obligación principal o hasta un máximo de cinco años contados desde la fecha de inscripción de la prenda, pudiendo prorrogarse por otro período igual a solicitud del acreedor ante el registro y por más veces con orden judicial.

**Hipoteca<sup>92</sup>:** Es un derecho real constituido en seguridad y garantía de un préstamo en dinero sobre bienes inmuebles que continúan en poder del deudor. Las hipotecas se constituyen sobre inmuebles especiales y expresamente determinados y por una suma cierta y determinada. También se hipotecan buques de más de 10 Tn. y las aeronaves, que son bienes muebles pasibles de hipotecar. Si el crédito es condicional o indeterminado en su valor, o si la obligación es eventual, basta que se declare el valor estimativo en el acto constitutivo de la hipoteca. La hipoteca garantiza tanto el crédito como los intereses que corren desde su constitución si estuvieran determinados en la obligación. Cuando se constituye hipoteca por un crédito anterior, los intereses atrasados deben liquidarse y designarse en suma cierta.

**Privilegio del acreedor hipotecario:** Los efectos del registro de la hipoteca se conservan por el término de veinte años, si antes no se renovare.

**Hipoteca abierta:** La clara indicación de la obligación garantizada y de su preciso objeto es requisito esencial para la existencia de la hipoteca, no pudiendo admitirse la garantía hipotecaria de una obligación de la cual, no es dado constatar la identidad con aquella de la cual en el juicio de graduación se ha reclamado el equivalente. El acto constitutivo debe presentar indicación suficiente para que cualquier interesado pueda verificar la identidad del crédito reclamado con aquel garantizado originariamente.

---

<sup>91</sup> Vigencia de la cobertura: Si la prenda se presenta para su inscripción dentro de las 24 horas de celebrado el contrato, es válida desde la fecha del mismo, caso contrario, rige desde el momento de la inscripción en el registro correspondiente.

<sup>92</sup> Vigencia de la cobertura: La hipoteca registrada tendrá efecto contra terceros desde el día del otorgamiento de la obligación hipotecaria, si el ingreso para su inscripción en el registro se efectúa dentro de los noventa días de celebrado el acto. Si se registra una vez transcurrido el plazo mencionado, tendrá efecto contra terceros a partir del día de su inscripción.

Las hipotecas “abiertas” impugnables, son aquellas que amparan operaciones de crédito generadas por contratos que no existen al momento de constituirse, o que existiendo no fueron individualizadas.

Preanotación hipotecaria<sup>93</sup>: La pueden utilizar únicamente los bancos oficiales. Da garantía hipotecaria a anticipos de operaciones hasta la constitución de la hipoteca. Se formaliza mediante oficio dirigido por el banco acreedor al Registro de la Propiedad Inmueble.

Warrants: La operatoria consiste en el depósito de mercaderías en instalaciones de firmas habilitadas por la Administración Nacional de Aduanas, la que como contrapartida emite un documento con dos efectos de distinta naturaleza:

- Certificado de depósito: Acredita la propiedad de los bienes depositados.
- Warrant: Es el duplicado del certificado y reviste el carácter de título de crédito representativo del valor de la mercadería consignada.

Para el retiro de la mercadería depositada es indispensable la presentación de ambos documentos. Una empresa depositante que requiera apoyo crediticio, puede ofrecer al banco el warrant como garantía real, que al endosarse a favor del acreedor, implica la inmovilización de los bienes para responder a la operación crediticia.

Cesión de créditos como garantía: Habrá cesión de crédito, cuando una de las partes se obligue a transferir a la otra el derecho que le compete contra su deudor, entregándole el título del crédito, si existiese. Pese a que la cesión de créditos es un contrato de transferencia de dominio, por usos y costumbres del mercado financiero, se utiliza en forma desnaturalizada como un contrato de garantía. Pese a no haber jurisprudencia específica, muchos jueces la asimilan al contrato de prenda comercial. Para que tenga eficacia, hay que dar cumplimiento a los recaudos formales, como su celebración por escrito y la notificación al deudor cedido, siendo este acto el que perfecciona el contrato.

Garantía recíproca (Ley 24.467):

Por Ley se creó un tipo especial de sociedad, denominada “sociedad, denominada “Sociedad de Garantías Recíprocas”, con el objetivo de facilitar a las PYMES el acceso a la financiación bancaria, garantizando por sí, el crédito que se le concediere a éstas últimas. Este nuevo tipo societario cuenta con dos categorías de socios:

- Socio partícipe: PYMES solamente, sean personas físicas o jurídicas, beneficiarias de las garantías que la sociedad puede otorgar.
- Socio protector: Personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, aportantes al capital social y al fondo de riesgo.

---

<sup>93</sup> Vigencia de la cobertura: Cuarenta y cinco días contados desde su inscripción, pudiendo renovarse antes de su vencimiento por períodos iguales.

El contrato de garantía recíproca se dará cuando estas sociedades especializadas, se obliguen accesoriamente por cualquiera de sus socios partícipes que la integran y el banco acreedor acepte esa garantía complementaria en respaldo del crédito acordado a la PYME solicitante. La garantía otorgable es de naturaleza personal, no es viable la de naturaleza real. La sociedad de garantía recíproca responderá ante el banco solidariamente por la totalidad del monto de la garantía otorgada, sin derecho de división ni excusión de bienes. El instrumento constitutivo de la garantía será ejecutivo por el monto de la obligación principal, sus intereses y gastos, justificado conforme al procedimiento para el cierre de cuentas corrientes con saldo deudor establecido en el art. 793 del Código de Comercio y hasta el importe de la garantía.

La garantía recíproca es irrevocable. Ante incumplimiento del deudor afianzado, el banco acreedor podrá reclamar el pago de la deuda a la sociedad de garantía recíproca, sin perjuicio de las demás medidas o acciones a que dé lugar la constitución en mora del deudor. La fianza otorgada por este tipo de sociedad de mayor envergadura y solvencia que una PYME, torna factible que éstas últimas puedan acceder al crédito bancario en mejores condiciones. La Ley le reconoce el carácter de “garantía preferida auto liquidable”

En general las pymes tienen disponibilidad de garantías con escasa perspectiva de liquidez en el corto plazo ante necesidad de ejecución de las mismas por parte del acreedor. Muchos acreedores optan por garantías reales de tipo hipotecario, otros por garantías prendarias sobre máquinas específicas o líneas productivas completas. Las fianzas y/o avales personales son en general consideradas garantías más blandas, básicamente porque no se grava un bien específico. Además son garantías que prácticamente no tienen costo, a diferencia de las garantías reales, las cuales en numerosas ocasiones tienen costos de formalización y registración demasiado elevados en relación al préstamo acordado. No siempre los colaterales que pueden ofrecer las pymes son aceptadas por los acreedores, básicamente por su dificultad de realización a valores de recupero normales ante una situación de default. A partir de esta limitación surge todo tipo de alternativa de avales de personas físicas o jurídicas ajenas a la empresa, a las cuales una empresa puede acceder para ofrecer como cobertura para los potenciales acreedores. Los avales que ofrecen las SGR<sup>94</sup> a sus socios partícipes se ubican entre estas alternativas.

Las instituciones financieras necesitan optimizar la gestión de sus activos y ello requiere que las garantías que dan cobertura a los mismos estén bien calificadas y ponderadas. Debido a las recomendaciones de los Acuerdos de Basilea, las coberturas de garantía están calificadas y ponderadas según sus diversas clases y afectan a las instituciones financieras en la cuenta de explotación, al requerimiento de capital (recursos propios) y al volumen requerido de provisiones. En definitiva, para las instituciones financieras la garantía tiene un “valor” estratégico incuestionable para sus planes de negocio y expansión. En consecuencia, la garantía es un bien escaso, especialmente aquellas mejor calificadas y ponderadas, siendo este hecho trascendente para que las PYMES puedan acceder a la financiación.

---

<sup>94</sup> Más adelante veremos los distintos avales que pueden ser otorgados por una SGR

Como cuestión adicional, y vinculada a problemas de selección adversa, se encontraría la del precio de la garantía. Gitell y Kaen (2003) proponen el empleo del valor de una opción de venta para valorar la garantía. Conforme crece el riesgo del proyecto, aumenta el precio de la garantía; pero es un clásico de la economía de la información que los prestamistas dispuestos a asumir costos más altos expulsan a los que presentan proyectos de menor riesgo y dispuestos a asumir menores costes.

Una de las características de las garantías es el aforo<sup>95</sup> en el que son tomadas por los intermediarios. Si bien los porcentajes varían de acuerdo a las políticas de cada institución, las garantías prendarias generalmente son tomadas hasta un 50% de su valor, las hipotecarias al 70%, las fianzas o equivalentes a valores superiores o inferiores a las hipotecas (dependiendo de la calidad del fiador), los certificados de depósito o warrants con aforos variables, hasta llegar al 100% en el caso de las garantías liquidas.

### **Fondos Propios**

El aporte de fondos propios es otra posible señal que los buenos deudores pueden enviar para distinguirse de los malos. Al ligar su suerte a la del proyecto, el deudor está expresando su confianza en el mismo, renegando de la responsabilidad limitada de que eventualmente podría gozar ante un escenario negativo.

Berger y Udell (1998) definen como insider finance a los fondos propios provistos por el grupo de personas generadoras del proyecto, familia y amigos al momento de la concepción inicial del negocio, y con el tiempo a medida que la firma crece puede ir ganando acceso a otros medios de fondeo tanto en forma de capital (venture capital) como de deuda a través de préstamos de bancos y otras entidades financieras. Precisamente el fondeo con capital propio en la fase inicial de la empresa y en las etapas de crecimiento, constituye una señal que favorece el acceso a otros medios de financiación. La opinión general establece que los préstamos bancarios normalmente no estarán disponibles hasta que una empresa alcance un determinado nivel de producción (y/o actividad) a partir del cual su balance refleje la existencia de activos tangibles que puedan ser utilizados como colaterales, tales como cuentas a cobrar, inventario y activos fijos.

Frid (2009) señala que los entrepreneurs que inician sus proyectos generalmente utilizaran fondos personales para financiar el proceso de creación, y a medida que el tiempo transcurre se amplía la gama de fuentes de financiación y se incluye la deuda y la apertura del capital.

Ang (1991) encuentra en los elevados costos de transacción que deben enfrentar las pequeñas empresas un obstáculo difícil de superar para buscar fuentes alternativas de financiamiento.

---

<sup>95</sup> Los porcentajes detallados son referenciales pero no sirven para generalizar las políticas de aforos de los distintos intermediarios financieros.



Cardone Riportella y Cazorla Papis (2001) sostienen que, en general, las empresas prefieren utilizar recursos propios provenientes de políticas de retención de utilidades con el objeto de autofinanciarse, y solo cuando los recursos propios resultan insuficientes la empresa se ve obligada a utilizar fuentes de financiación externa, lo cual se ve facilitado por la señal previa del fondeo con capital propio.

Dada la existencia de AI, en la medida que un entrepreneur muestra su participación de riesgo a partir de sus propios aportes a la empresa o proyecto, favorece el apoyo de aportes de terceros a partir una reducción del riesgo moral. Por otro lado, confiar únicamente en la señal de los fondos propios podría conducir a una exacerbamiento de la selección adversa a partir de la reducción de la investigación previa de un proyecto, o del monitoreo y/o auditorias posteriores solo por el hecho de que el entrepreneur participa del riesgo con capital propio, lo cual de por si nada garantiza respecto al éxito del negocio.

### **Agencias de riesgo crediticio y calificadoras de riesgo**

El empresario tiene que hacer un seguimiento permanente de su status en las distintas agencias de riesgo crediticio. No sólo debe preocuparse de no tener antecedentes negativos que no condicen con la realidad, también debe interesarse en aportar información actualizada de la situación patrimonial.

Los informes de agencia de riesgo crediticio no aportan información sobre la capacidad futura de pago de una empresa, sino que exponen los antecedentes de una empresa y de algunas personas que conforman su dirección. Por lo tanto sirve a los efectos de reducir "teóricamente" el riesgo moral. A medida que la trayectoria de la empresa y sus personas se mantiene sin "manchas" por largos años, esto implica una señal de menor riesgo moral potencial a futuro.

La calificación de riesgo, en cambio, emite información respecto a la viabilidad futura de una empresa y consiste en el análisis de elementos tanto cuantitativos como cualitativos. La empresa que se somete al proceso de calificación de riesgo debe estar consciente de que es importante proporcionar toda la información necesaria al calificador.

El análisis de los factores cualitativos sirve de base para una mejor comprensión y análisis de los elementos cuantitativos, de modo tal que se mida el grado de probabilidad de que la empresa pueda hacer frente a los compromisos que contraiga a través de la colocación de papel de deuda entre el público inversionista.

Entre los factores cualitativos se encuentran algunos tales como: entorno macroeconómico, sector en que desarrolla su actividad, posición competitiva a nivel nacional e internacional, planes y estrategias, calidad de la administración,

innovaciones tecnológicas, oportunidades de mercado y políticas de control y auditoría.

El rol del análisis cuantitativo es el de ayudar a efectuar la mejor evaluación posible, porque finalmente la calificación es sólo una opinión. El análisis cuantitativo evalúa aspectos contables, financieros, de mercado, proyecciones, flujos de ingresos y egresos, productividad, proveedores y clientes, entre otros.

Las entidades calificadoras expresan el resultado de sus análisis mediante un sistema de notación sintética, estructurado sobre la base de letras y un conjunto de símbolos. Las nomenclaturas jerarquizan los riesgos de menor a mayor y se agrupan a las empresas calificadas en las diferentes categorías de riesgo. Más allá de que dentro de cada categoría existen diferencias entre las empresas incluidas en cada una, la agrupación en clases es una simplificación lógica desde el punto de vista de la búsqueda de la estandarización y simplificación del lenguaje para el análisis de los inversores. Así, el esquema de notación de uso más común a nivel internacional (para deuda de largo plazo) comienza asignando una calificación AAA a los títulos de menor riesgo, hasta llegar a C, que corresponde a los valores con mayor riesgo.

## **Los fundamentos de los sistemas / esquemas de garantía<sup>96</sup>**

La Argentina se encuentra en la mitad de su segunda década de desarrollo del esquema de sociedades de garantías recíprocas. Luego de todos estos años de vinculación entre empresas y SGR, uno de los temas importantes para construir teorías y formular propuestas aplicables a nuestro país es el de una adecuada clasificación de la evolución y realidad actual de los sistemas de garantía diferentes que a nivel internacional se han ido desarrollando.

La actividad principal de los sistemas de garantías se centra en la concesión de avales financieros que posibilitan la obtención de financiación a las PYMES, que de otra forma les estaría vedada o les resultaría más onerosa por su tamaño y su solvencia. Al analizar el enfoque de señales y las señales usualmente utilizadas, y cuando un empresario pyme quiere realmente exponer su realidad porque cree en su empresa y/o proyecto, se encuentra habitualmente con que las garantías no alcanzan o no son lo suficientemente líquidas para el prestamista, no dispone de suficientes fondos propios como para mostrar compromiso (en el sentido de involucrar capital) con el proyecto, las cláusulas contractuales no tienen el respaldo del marco legal e institucional vigente en La Argentina, el scoring de las agencias de riesgo crediticio tiene una ponderación relativa cuando un prestamista evalúa otorgar una línea de

---

<sup>96</sup> La doble denominación sistema/esquema obedece a tratar de clarificar en todo momento que un sistema de garantía viene a corresponderse con un esquema de garantía, sólo que en el sistema hay una concepción más global, en el sentido de que son el conjunto de instituciones que conforman la actividad de la garantía en un territorio. El esquema es algo más restrictivo en el sentido de que hace más bien referencia al modelo o tipología de los entes que operan la actividad de la garantía. Hecha esta aclaración a partir del próximo capítulo se denominan, ambos en forma indistinta, como sistemas de garantía.

mediano y largo plazo, y una calificación de riesgo hecha por una calificadora autorizada por la CNV es inviable desde el punto de vista económico.

Si bien no todas las empresas tienen voluntad de crecer y expandirse, al menos en los trabajos de investigación analizados, se ha podido verificar que la una buena parte desea hacerlo, algunos en forma consciente, prolija y proyectando distintos escenarios, otros quizá sin desearlo pero reaccionando ante lo que requiere el contexto, en forma desordenada y sin trabajo de planeamiento alguno. En uno u otro caso, los nuevos ritmos de una economía globalizada han incrementado de forma significativa la importancia de la capacidad financiera de las empresas, especialmente para lograr fondos a largo plazo.

Lamentablemente para las pymes, con escasos activos de respaldo al inicio de un emprendimiento, la financiación a corto plazo, que es la única fuente de recursos externos generalmente accesible, absorbe las escasas garantías que posee y no sólo limita sensiblemente el crecimiento de la empresa sino que también pone en peligro la continuidad de sus operaciones. Se podría afirmar que el crecimiento empresarial en las PYMES se ve amenazado por esa perversa combinación de sus escasas garantías elegibles aplicadas en la financiación de corto plazo. Esta problemática se amplía, si introducimos la cuestión del apoyo a las nuevas empresas y *start-ups* de pequeña escala, sin condiciones técnicas ni dimensión para buscar financiación de ningún tipo.

Cuando los micro, pequeños y medianos empresarios se enfrentan a un impreso o formulario de solicitud de financiación, sea cual sea su ámbito territorial, siempre se les exige que informen y detallen qué garantías aportan o pueden aportar. Ello no se debe a una cuestión subjetiva o caprichosa, sino a que el sistema financiero, a nivel global, es el sector más regulado y más supervisado. Cuando se habla en términos generales de desregular sectores, el financiero permanece al margen de este planteamiento y su actividad inversora pone un énfasis especial en las garantías, ya que las reglas nacionales, inspiradas, entre otras normativas internacionales, en el Acuerdo de Basilea, establecen su esquema de funcionamiento.

El origen de los sistemas de garantía se encuentra en la sociedad de garantía mutua a comienzos del siglo XX en Francia. Aparecía por primera vez un modelo de garantía para facilitar el acceso al crédito de las micropymes (artesanos o microempresas en aquella época) en una sociedad mercantil. El concepto de la ayuda mutua y los movimientos cooperativos de principios del siglo XX son los impulsores de las primeras iniciativas de sistemas de garantías en algunos países europeos.

Hacia mediados del siglo XX, la necesidad de reconstruir vastos sectores productivos después de la guerra, se potencia la participación del estado a través del reafianzamiento público y programas de garantía pública basados en agencias de desarrollo y/o bancos públicos. En este contexto se destacan los casos de EE.UU., Italia y Japón. Finalmente, en las últimas décadas del siglo XX, y considerando la importancia creciente de las pymes

para los distintos países, se difunden más globalmente los sistemas de garantía.

En algunos ámbitos continentales, y especialmente desde sus últimos treinta años, ya generalizado a nivel mundial, los sistemas de garantías se han revelado como un mecanismo esencial para facilitar el acceso a la financiación de la micro, pequeña y mediana empresa. Por ello se ha consolidado la idea de que el acceso a la financiación del empresario requiere de una auténtica política de Estado. Un reflejo de la situación actual junto a una visión histórica de los distintos mecanismos de garantías en el mundo constata que en los últimos años se han ido extendiendo los sistemas de garantías, integrándose en los sistemas financieros de un gran número de países.

Las cifras que se conocen por cada ámbito continental dejan claro que Europa juega un papel destacado a nivel mundial en la actividad de los sistemas de garantía. Además habría que sumar en la situación europea la incorporación de nuevos países que han desarrollado, aún tímidamente, sus propios sistemas, así por ejemplo los países del este. Precisamente el primer fondo de garantías fue creado en Europa en el año 1848. En realidad estos esquemas eran asociaciones mutuales de garantías que fueron construyendo sus propios fondos. De otro lado, los fondos de apoyo brindados por el estado jugaron un rol importante en la reconstrucción de la Europa de post guerra.

El desarrollo de los sistemas de garantía ha ido desarrollándose vigorosamente en los últimos años y lo esperable es que cada país vaya adaptando sus modelos a las necesidades de su realidad económica y social. Cabe destacar que una política pública para facilitar el acceso al crédito a las PYMES no debe resolver sólo el problema con carácter temporal. En realidad, se trata de resolver un funcionamiento imperfecto del mercado de crédito potenciado por unas reglas internacionales de coberturas de garantía sobre los activos de inversión, que dificultan el acceso a la financiación de las PYMES y generan situaciones de desigualdad competitiva.

Las reglas internacionales incorporadas en el Acuerdo de Basilea perjudican en mayor grado a las PYMES, dado que éstas suelen carecer de las garantías mejor calificadas y ponderadas (Pombo, et al, 2008). Si las entidades financieras dan crédito a las PYMES sin garantías de buena calidad, se les exige mayores requerimientos de capital y de provisiones que cuando estas garantías son de buena calidad. La exigencia de garantías por parte de los prestamistas excluye del mercado a aquellos empresarios con proyectos rentables pero que no disponen de la garantía adecuada, lo que supone una distorsión del mercado que en ausencia de asimetrías informativas debería asegurar que el mejor proyecto, en términos de riesgo y rentabilidad, debería obtener la financiación al menor costo. Por todo ello se ha llegado a una situación no deseable, ya comentada, en la cual por un lado las PYMES son reconocidas como imprescindibles para el desarrollo de la actividad económica y la generación de empleo, y, por otro lado, están penalizadas competitivamente mediante unas reglas internacionales exigibles al sector financiero. La existencia de esquemas que permitan a los proyectos viables acceder a garantías de calidad evita que tales proyectos viables sean

expulsados del sistema crediticio, simplemente porque los empresarios que los proponen no disponen de las garantías exigibles que les requiere el sistema financiero. Esta imperfección en el mercado financiero es la que conduce a pensar que es conveniente el apoyo gubernamental en la formación de un sistema de garantía, como política pública, sobre la base de un diagnóstico previo.

La experiencia de sistemas de garantía en América Latina es amplia y variada. Los sistemas que existen actualmente en la región presentan una importante heterogeneidad, ya sea en términos de la tipología de las entidades garantizadoras, el grado de desarrollo, volumen alcanzado y tamaño actual del sistema, las regulaciones existentes, el grado de participación del sistema financiero, y la existencia de los marcos legales específicos o no.

Esta es la realidad desde el final del siglo XX e inicio del XXI. En otros momentos de la historia de los sistemas de garantía, su justificación obedeció a otras razones, aunque la cobertura del riesgo crediticio haya estado siempre presente. Por tanto, la participación del sector público debe estar diseñada en función precisamente de esta falla del mercado. A este respecto, la experiencia europea muestra que los esquemas de reafianzamiento son complementarios para la eficiencia de los sistemas/esquemas de garantía, en relación al objetivo de promover la financiación de los proyectos viables.

Uno de los aspectos que más confusión produce en la clasificación de los sistemas / esquemas de garantía, es su manejo de forma imprecisa<sup>97</sup>. En este sentido, determinados conceptos, por enfoques incorrectos preestablecidos, limitan y dificultan la realización de una correcta clasificación de los sistemas/esquemas de garantía (Pombo et al, 2008).

Stearns (1993) ya describía, antes del fuerte desarrollo que tuvieron en especial en la última década, el papel de los fondos de garantía en las estrategias de las finanzas de desarrollo de países en vías de desarrollo. Según este autor un fondo de garantía permite a los bancos poder prestar a ciertos sectores económicos que presenten riesgo en cierta forma, tales como el sector de las pequeñas empresas; asegurando de esa manera, que ciertas pérdidas del banco serían pagadas por otra entidad en caso de pérdida. En ese sentido, este "seguro" reduce el riesgo del banco, permitiéndole prestar a los prestatarios que no calificarían de otra manera para un préstamo. Según este autor, por aquel entonces existían tres modelos de fondos:

1. Modelo individual. Mediante este modelo el banco refiere a un potencial prestatario dueño de un pequeño negocio con un colateral escaso, a una organización garante. Dicha organización analiza la viabilidad del proyecto y la capacidad de pago del prestatario antes de acordar proporcionar una garantía equivalente a cierto porcentaje del valor de préstamo. El prestatario entonces paga un honorario al garante y el banco aprueba y desembolsa el préstamo. Este modelo aparentemente produce resultados

---

<sup>97</sup> Un error frecuente es el manejo del concepto "Fondo de Garantía" como forma genérica de clasificar/identificar los sistemas/esquemas de garantía

pobres o poco exitosos. El autor cita un estudio que indica que más de la mitad de los proyectos que usan el esquema individual fallan.

2. Modelo de portafolio, reduce la participación del garante en el proceso del préstamo, ya que el banco en sí mismo evalúa tanto al proyecto y al prestatario que busca un préstamo. Bajo este modelo, el garante negocia criterios generales con la institución de préstamos tales como, tamaño del préstamo y términos del contrato; nivel de activos, renta, empleados, y beneficios del prestatario; así como el tipo de negocio. Este modelo pone la responsabilidad del préstamo en ángulo recto sobre los hombros del banco, y reduce los costos administrativos para la entidad de garante. Por supuesto, con menos implicación en el proceso de evaluar casos individuales, el garante también ejerce menos control.

3. Modelo intermediario, considera bancos que prestan a organizaciones no lucrativas (ONGs), transfiriendo a las mismas la responsabilidad de asignar el dinero a los usuarios finales. El garante no garantiza préstamos individuales a los microempresarios, sino que por el contrario garantiza un préstamo mayor a la ONG, que el autor describe como "garantía catastrófica", ya que concentra el riesgo pero también lo reduce, ya que una ONG puede generar pérdidas sólo en circunstancias extraordinarias.

Una adecuada tipología y clasificación internacional es necesaria porque lo habitual es encontrarse con evaluaciones, análisis y clasificaciones de sistemas / esquemas de garantías meramente descriptivos, que no han sido comparados con otros, evaluaciones de sistemas / esquemas heterogéneos como si fueran homogéneos, sólo porque tienen en común la actividad de la garantía. Todo ello agravado por el problema del uso genérico de ciertas denominaciones.

Tal clasificación no debe guiarse sólo por la denominación en cada país, es necesario profundizar en el marco en que se desenvuelve cada sistema / esquema de garantía. Algunos clasifican los sistemas/esquemas según una terminología genérica nacionalista (modelo "japonés", "español", etc.), lo que aumenta las dificultades. Otros tienen en cuenta ciertos mecanismos operativos como "garantía de cartera" o "garantía individual" para diferenciar.

Partiendo de una primera aproximación al tema que presentaron Pombo y Herrero (2001) con una descripción exhaustiva a nivel mundial de los sistemas / esquemas de garantía existentes, deben considerarse nuevos trabajos realizados a nivel internacional en la búsqueda del mejor esquema que pueda ser realmente aplicable para La Argentina.

Para la clasificación de los sistemas de garantía las siguientes variables (características) tienen un papel trascendente: La personalidad jurídica de la entidad que gestiona el sistema (esquemas societarios o instituciones públicas), el origen de los recursos (mayoría privada o pública), el objeto social (exclusividad o no de la actividad de la garantía), la temporalidad de la actividad (indefinida/permanente o temporal) y la dimensión de los beneficiarios (micro, pequeña o mediana empresa).

Los sistemas de garantía se clasifican en programas de garantía y sociedades de garantía, estas últimas de carácter mercantil o de carácter mutualista. Las sociedades de garantía, mercantiles o mutualistas, desarrollan la actividad lógicamente mediante esquemas societarios en un horizonte temporal de permanencia o indefinido.

La ejecución del programa de garantía suele estar descentralizada hacia un organismo o institución especializada en la promoción económica o de apoyo de la mipyme (bancos públicos o de desarrollo, agencias de desarrollo, sociedades/entes de derecho público) que asegura la gestión técnica y otras actividades comerciales.

En general, el primer paso para la elección del esquema de garantía es el origen de los recursos, es decir la elección acerca del carácter público, mixto, o privado de los recursos determina de inicio el esquema jurídico mercantil para articular el desarrollo de la actividad de la garantía. La clasificación de los sistemas de garantía queda entonces definida de la siguiente forma:

#### Programas de garantías

- Programas de Garantía gestionados por instituciones públicas especializadas en financiación / promoción o desarrollo de las pymes
- Programas de Garantía gestionados por organismos de la administración pública o con institucionalidad delegada por ella

#### Sociedades de Garantía

- Sociedades de Garantía mercantiles (*corporate*)
- Sociedades de Garantía mutualista

Hoy en día los sistemas / esquemas de garantías están en expansión en todo el mundo y los países económicamente más desarrollados son los que utilizan los sistemas de garantía de forma más intensiva y activa. En todas las realidades continentales hay distintos sistemas / esquemas de garantía, mediante los cuales gobiernos o sector público, entidades financieras y empresarios dan respuesta a sus necesidades y aspiraciones en la materia.

Realmente lo que debe existir en todo este proceso, como objetivo y cuestión de fondo, es un modelo o una estructura jurídica, mercantil y financiera adecuadamente perfeccionada para cumplir con la actividad y función que ha de desarrollar el sistema/esquema de garantía. Evidentemente, el adecuado diseño técnico y financiero del sistema va a garantizar en gran medida el éxito de la futura actividad. Por lo tanto, las disputas sobre si el agente debe ser el Gobierno o el sector privado, para Stiglitz pertenecen al pasado. La cuestión ahora es cómo ambos pueden trabajar juntos o cómo deben hacer para interactuar. De lo que se trata es de articular un sistema de garantía seguro, confiable y sólido. De esta forma, se podría cuestionar la gestión de una sociedad / ente de garantía en concreto, pero el objetivo es que nunca lo sea el "sistema de garantía", de igual manera que se puede cuestionar

la gestión de una entidad de crédito o financiera específica de un país determinado, pero nunca su sistema financiero.

En mercados financieros en desarrollo hay muchos sectores donde el crédito es importante, pero determinados estratos empresariales no tienen acceso al mismo, perjudicando la concurrencia como fundamento del mercado. Los mercados no suelen conceder créditos a largo plazo. Ellos se especializan, particularmente, en créditos comerciales y no se puede construir una fábrica con crédito comercial. Esto ocurre porque también existen imperfecciones típicas de mercado incluso en países desarrollados. El mercado tiende a no dar préstamos adecuados a los pequeños negocios. Los gobiernos tienen siempre un papel determinante: promover mercados de garantía al igual que existen mercados financieros.

Si bien estos problemas se amplifican en economías menos desarrolladas como el caso de la Argentina, también existen en EE.UU. y Europa. Además de tener un desarrollo mucho menor en sistemas de garantías, en nuestro país las entidades financieras, en general, no tienen el incentivo necesario para atender al segmento pyme, y por ello muchas veces observamos empresas que están obligadas a estar menos apalancadas pero no por decisión de los empresarios, sino por imposición del mercado y su imperfecto funcionamiento.

Pombo, et al (2008) describe de una forma gráfica lo que significa el acceso a una garantía para una pyme: "diríamos que la garantía es como la barrera de un parking, de manera que si la pyme la aporta hace que la barrera se eleve y la pyme acceda o "pase", en este caso a los recursos financieros. El problema es que solucionada esta primera situación las siguientes requieren de situaciones similares. En la mayoría de los casos, cuando vuelva la pyme a acceder, se encontrará de nuevo la barrera de la garantía. Y por tanto, si más tarde, en otra solicitud no se aportara, "no se podría pasar" y, por consiguiente, el problema del acceso a la financiación para la pyme persiste".

Un esquema de garantía, como todo ente financiero, no funciona o se desarrolla sin recursos, como consecuencia del origen de éstos, o la propiedad de los mismos, va a quedar condicionada claramente la personalidad o la figura jurídica bajo la que se va a desarrollar la actividad de la garantía, según el análisis que procuro realizar para alcanzar un esquema aplicable para la Argentina. En esto hay una estrecha relación con la normativa del BCRA para proteger la solvencia de las entidades financieras donde es cuestión fundamental el reconocimiento del "garante", desde una perspectiva de seguridad jurídico-financiera, las características de las garantías otorgadas por éstos y la manera en la que se administren los riesgos.

Complementariamente se debe establecer una "alianza" entre los agentes involucrados (administraciones públicas, entidades financieras y las pymes y sus organizaciones) en el desarrollo legislativo y en el operativo posterior del sistema de garantía, para que todas las partes puedan satisfacer



sus legítimos intereses, dentro de un marco jurídico de calidad y seguridad<sup>98</sup>, para que la garantía que se otorgue en el seno de ese sistema de garantía necesariamente tenga un “valor” reconocido dentro del sistema financiero (calificada, ponderada e integrada en el sistema financiero). Para concretar esa *alianza*, el Sistema de Garantía precisa de un marco legislativo y normativo, que corresponde a los poderes del Estado, dentro del cual se tiene que producir un proceso de interacciones y acuerdos entre el sector público, el financiero y el empresarial. Ese marco suele estar respaldado por un sistema de reafianzamiento o de cobertura nacional, e incluso por encima de éste, por un marco de cobertura supranacional. En el caso de la Unión Europea, existe un Fondo Europeo de Inversiones (FEI) que reasegura a los sistemas de reaseguro de los Sistemas de Garantías y en algunos países donde éstos no existen, reasegura directamente a los entes del Sistema de Garantía.

Considerando la teoría de la agencia, aquí claramente los intereses u objetivos de los tres agentes implicados en esta “alianza” no son homogéneos. Así, la administración pública tiene unos intereses tales como promover empresas, empresarios y riqueza, generar empleos, etc.; los empresarios quieren acceder al financiamiento con costos y plazos competitivos; las instituciones financieras necesitan rentabilidad para su negocio y para involucrarse en el segmento de préstamos a pymes requieren de un marco de calidad, esto es, plena seguridad jurídica de la garantía o aval y, sobre todo, una cuestión fundamental de carácter económico-financiero, que la garantía que proporciona el sistema / esquema “*tenga un valor*” (esté calificada y ponderada), pues si no es así, difícilmente se convencerá a los proveedores de dinero o recursos para que los proporcionen.

La garantía además de su carácter de cobertura, como mecanismo de mitigación de riesgos, tiene que ser un factor real, económico y financiero de reducción de costos considerando las normas de provisionamiento del BCRA (o del resto de los bancos centrales en otros países). La garantía bien calificada y ponderada, por la normativa del sistema financiero, constituye el atractivo económico y financiero para una entidad financiera, a la hora de hacer posible que las operaciones fluyan en el circuito financiero formal. La entidad financiera necesita reducir su nivel de provisiones para que de esta forma no vea reducido su capital y no necesite aumentar el nivel de recursos propios. El sector financiero valora especialmente que el porcentaje de cobertura sea elevado, porque es esta medida la que le permite aprovechar mejor la calificación de su activo, reduciendo sus requerimientos de capital y provisiones por incobrabilidad y, en definitiva, la mitigación del riesgo (Acuerdo de Basilea o el que sea que rijan). Por tanto, los sistemas de garantía reciben efectivamente el problema de riesgo y deben establecer mecanismos apropiados para controlarlo.

---

<sup>98</sup> Según Stiglitz, la cuestión principal es el marco regulatorio. Es muy difícil hacer que funcionen y no se debe subestimar la dificultad para conseguirla. El problema añadido es que los bancos privados carecen de una regulación que les pueda garantizar la recepción de información de estructuras contables correctas. Sin ellas, corren riesgos elevados cuando prestan dinero. Es fácil prestar y difícil recibir la devolución del dinero. Por eso, en este segmento de negocios las instituciones financieras no saben realmente si hicieron un buen o un mal negocio (préstamo), mientras que en otros segmentos sí tienen la certeza que lo están haciendo (sobre este punto desarrollaré más en el próximo capítulo).

Por eso autores como Pombo y Herrero (2001) escriben, en ese sentido, que “*quien domina la garantía, domina el crédito*”.

La garantía se erige como una de las soluciones para reducir los problemas derivados de la asimetría en la información entre prestamista y prestatario. Por un lado, elimina las negativas consecuencias económicas derivadas de la selección adversa (elegir proyectos dispuestos a pagar una tasa de interés más elevada pero con menores probabilidades de éxito) pues lo que consigue el sistema de garantía son unas condiciones financieras más ventajosas que las que conseguiría por sus propios medios el beneficiario. Por otro, elimina el riesgo moral (en el sentido que ya mencioné de decisiones que perjudiquen la probabilidad de devolución) al comprometer económicamente al beneficiario y responder como garante de la devolución de los fondos prestados, así como establecer procedimientos de análisis y seguimiento especializados.

Es importante analizar el impacto económico y social de los sistemas de garantía. De esta forma el gobierno de un país puede evaluar si se justifica un eventual esfuerzo fiscal a través de diversos incentivos. En el siguiente cuadro se observa la actividad de las SGR en España<sup>99</sup>.

IMPACTO ECONÓMICO-SOCIAL (31/12/2003)	
	<b>Euros</b>
<b>Empresas Beneficiadas Por el Aval SGR</b>	94.522 PYME
<b>Tamaño Empresas Beneficiadas</b>	93% de las empresas con menos de 50 trabajadores
<b>Plazo de Financiación</b>	90% largo plazo (+ de 3 años)
<b>Puestos de Trabajo Asociados</b>	694.160 trabajadores
<b>Inversión Inducida</b>	25.000 millones €
<b>Riesgo Vivo</b>	5.939 millones €
<b>Avales Concedidos</b>	21.140 millones €
<b>Avales Formalizados</b>	19.231 millones €
<b>Avales Formalizados Ejercicio</b>	2.238 millones €

Fuente: Cesgar (Confederación española de Sociedades de Garantía Recíprocas)

La evaluación de la viabilidad de una empresa o proyecto viene definida, en gran medida, por las características cuantitativas y cualitativas del proyecto a financiar para recuperar la inversión realizada. Sin embargo, el futuro de los proyectos puede no responder a las expectativas formuladas, entre otras razones porque el nivel de información del prestatario y prestamista no tiene porqué coincidir y, por otro lado, se requiere una cierta dosis de confianza en que los recursos se destinan a los fines para los que se prestaron (otra vez el riesgo moral presente). Ante esta situación surge la necesidad de implicar al prestatario o a sus garantes, con su patrimonio, a través de la aportación de garantías adicionales. La garantía no sólo busca mejorar la solvencia del préstamo, sino también disuadir comportamientos oportunistas y situaciones de incertidumbre. Con las garantías se soslaya ese riesgo moral y que, en la práctica bancaria, ha sido integrado en la propia regulación del sector financiero.

<sup>99</sup> El modelo de SGR de España ha sido tomado como punto de referencia para el esquema de SGR en la Argentina. Garantizar SGR, en la década del 90, contrato el servicio de formación inicial y know how de Elkargi SGR (España).

Pombo, et al (2008) realiza una serie de preguntas fundamentales, a saber:

- ¿Se va a realizar una actuación puntual o hay una voluntad de permanencia?
- ¿qué marco legal y funcionalidad se requiere para ser eficaces?
- ¿quiénes van a ser los agentes?
- ¿qué características deben cumplir las entidades para tener éxito?
- ¿es ésta una actividad que puede ser lucrativa y, en consecuencia, desarrollada por el sector privado o estamos más bien ante un tipo de actividad difícilmente sostenible sin un apoyo público?
- ¿dónde debe residir la aportación? ¿en los esquemas de reafianzamiento o, incluso, deben centrarse en la propia gestión de las sociedades o programas / entes de garantía?
- ¿qué espacio deben ocupar el sector público y los propios beneficiarios de la garantía y, en su caso, en un posible esquemas mutualistas o asociativo empresarial?

Los Esquemas de Garantías continúan siendo objeto de debate como potenciales mecanismos para alentar a los bancos a prestar a ciertos sectores económicos como el de las pequeñas y micro empresas, y esto es lógico que ocurra. No nos olvidemos que en la mayoría de los países del mundo el esquema de garantías es algo reciente. Salvo situaciones muy puntuales, como algunos sistemas concretos en Europa, el sistema de garantía de Japón y la *Small Business Administration* (SBA) de los EE.UU., se puede afirmar que, en gran parte de los países, los sistemas / esquemas de garantía son una expresión de la década de los noventa. Esto implica que aún no tienen la respuesta a todas estas preguntas.

En definitiva y a modo de síntesis, el debate se podría centrar en cuatro interrogantes básicas:

- política pública o producto de mercado;
- sociedades de garantía de crédito o programas de garantía;
- unicidad o multiplicidad de programas y/o sociedades;
- garantía o seguro de crédito.

Para llegar a resolver estas cuestiones, con solvencia, es necesario saber de qué tipo de política se está hablando, qué se entiende por programa o sociedad de garantía, qué es una cobertura de garantía de crédito o un seguro de crédito. Si se quiere llegar a ello, dentro de un marco lógico, sin duda ha de resolverse el vacío actual de una clasificación y terminología internacionalmente aceptada.

No hay una guía o un mejor modelo, sin embargo, el éxito de un esquema de garantía dependerá de la efectividad y precisión con que sea diseñado dentro del marco institucional y financiero existente.

## Sociedades de Garantía Recíproca – El esquema elegido en La Argentina

En la Argentina se definió el camino de una estrategia asociativa entre PYMES y el Estado o grandes empresas, para facilitar el acceso al financiamiento de aquellas a través del otorgamiento de garantías, con el apoyo de incentivos fiscales explícitos que hacen viable e interesante el sistema para las partes involucradas. El organismo de contralor es la SEPYME.

Las sociedades de garantía recíproca (en adelante SGR) proveen avales a los socios partícipes (pymes) para que éstos puedan presentarse a los bancos que se adhieran al sistema, a efectos de lograr mayores y mejores condiciones crediticias. Para ello las empresas presentarán a la SGR proyectos a financiar, los que serán evaluados por un comité de evaluación de riesgo quien será el que defina la viabilidad del otorgamiento del aval. Las SGR no prestan dinero sino avales, los cuales están respaldados por los fondos que posee la SGR en el denominado Fondo de Riesgo (que puede formar parte de su Patrimonio y que no tiene límite mínimo ni máximo en su monto, o bien puede constituirse como fondo fiduciario independiente de su patrimonio y regulado por su ordenamiento legal). La ley establece además un papel importante de la SGR como asesor técnico y consultor económico, financiero y técnico de las pymes partícipes.

Es una sociedad mixta de capital variable. Tiene como objeto social el de prestar garantías por aval a los socios partícipes (micros, pequeños y medianos empresarios personas físicas o jurídicas) exclusivamente para las operaciones (no sólo préstamos sino también fianzas) relacionadas con su actividad empresarial. Así mismo podrán prestar asistencia y asesoramiento integral técnico, económico y financiero de forma directa o indirecta. Las SGR son sociedades con un régimen jurídico especial. Si bien es cierto que el carácter mutualista la acerca a la idea de cooperativa pero la ley la adscribe al régimen legal de las sociedades mercantiles, que necesita de dos figuras (tipos de socios) para configurarse:

– los socios partícipes, es decir, las PYMES asociadas a las SGR, con una participación nunca inferior<sup>100</sup> al 50%, nunca superior al 5% a título individual, y que serán los beneficiarios de las garantías que se emiten y de los servicios que presta la sociedad;

– los socios protectores, públicos o privados, grandes empresas, bancos, inversores, sector público estatal, regional o local, que deben aportar una participación en el capital de la sociedad nunca superior al 50%, y que nunca serán beneficiarios del sistema, aunque obtengan ventajas a título impositivo.

El accionariado de las SGR obedece a una distribución legal en la cual la mayoría debe permanecer, en teoría, en manos de los socios partícipes.

---

<sup>100</sup> Es importante aclarar que en las SGR de cadena de valor, en general, las pymes socio partícipes otorgan un poder a la empresa promotora de la organización y principal socio protector de la SGR. De esta forma se elude "legalmente" el control de la mayoría por parte de las pymes.

Entre los requisitos para conformar una SGR se requiere:

- autorización por el Banco Central para su constitución y operativa;
- capital mínimo: varía de unos países a otros (en Argentina estaba fijado en 240 mil \$ antes de la última reforma legal);
- cantidad mínima de empresarios-socios partícipes (en Argentina se inició con 120 pymes socias);
- carácter mercantil que no les permite otorgar créditos a sus socios aunque sí emitir obligaciones;
- calificadas como instituciones financieras o intermediarios no bancarios y sujetas a las normas de supervisión y disciplina;
- aval calificado y ponderado;
- carácter temporal voluntario de las participaciones sociales (salvo para los empresarios mientras permanecen sus obligaciones con la sociedad).

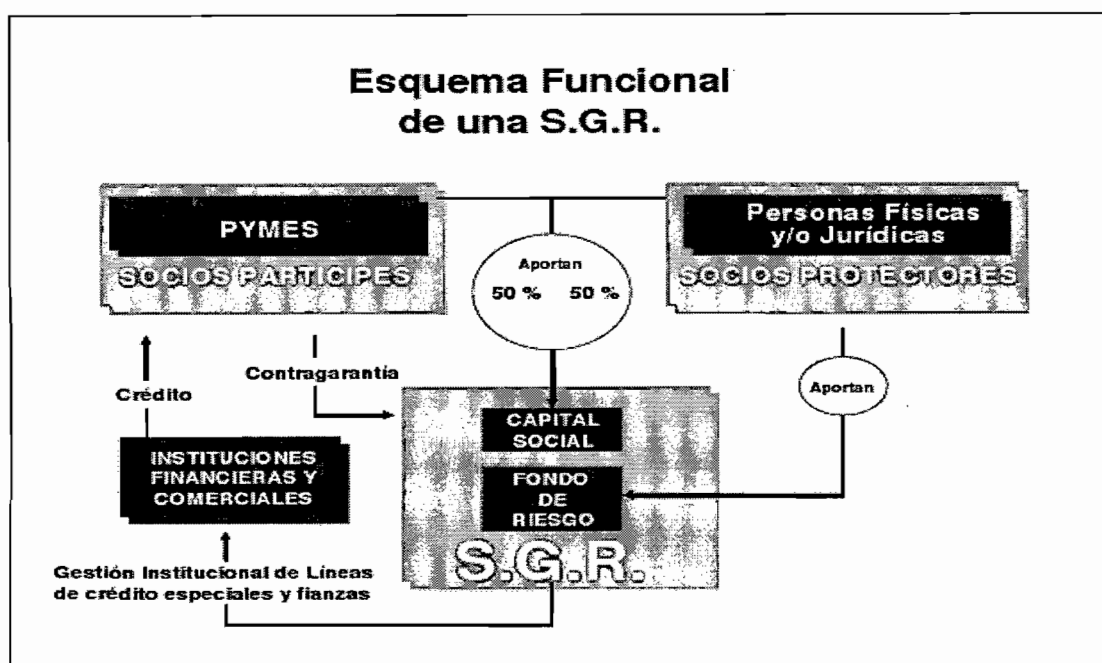
El esquema de garantías mutualista argentino responde a un modelo diferenciado respecto al fondo y al programa de garantías, ya que la SGR analiza a la empresa en el proceso de admisión como socio, evalúa la operación y la garantiza ante la entidad financiera, y además las mismas SGR se hacen cargo del seguimiento directo de las morosidades y falencia, y realizan la labor de recobro. Pasos de la operatoria:

1. La Pyme gestiona la garantía de la SGR presentando su proyecto de inversión, de ampliación de desarrollo, o de necesidades de avales técnicos. La Pyme ofrece contragarantías a la SGR sobre el aval que recibirá.
2. La SGR estudia la viabilidad del proyecto y de considerarlo factible otorga al socio partícipe la garantía por el 100% del monto solicitado.
3. El empresario Pyme concurre a la entidad financiera con el aval. En general el banco ya ha sido preseleccionado por la SGR a fin de que este acepte sus garantías, en este caso la SGR deberá actuar con por lo menos cuatro entidades, ya que cada uno de ellos no puede recibir más del 25% de los avales emitidos por la sociedad.
4. Ante la garantía emitida por la SGR el banco otorga el crédito al empresario Pyme a una tasa menor a las usuales en la plaza, dado el tipo de contrato que avala esta operación garantizada por el fondo de riesgo.
5. Con los fondos en su poder el socio partícipe comienza un nuevo proceso productivo.

La empresa habilitada para ser socia de una SGR: debe ser pyme en términos establecidos por las normas correspondientes (ver capítulo I) y adquirir acciones ordinarias de la SGR (una inversión temporal de aprox. mil pesos).

La SGR es la que evaluará el proyecto presentado por la pyme a través de un comité de riesgo propio. Este establece los términos específicos de monto máximo garantizado, plazo, etc. Además, la SGR pone a disposición de la pyme sus líneas directas de negociación con los bancos para crear unas condiciones de tasa y plazos idóneas.

La SGR podrá emitir avales por hasta cuatro veces el monto que se posea en el Fondo de Riesgo (encaje del 25%), ningún socio partícipe puede tener avales que representen más del 5% del total del Fondo de Riesgo. Ningún banco podrá ser acreedor de préstamos que representen más del 25% del total de avales otorgados por la SGR. Además, las SGR están obligadas a mantener este fondo de riesgo que podrá nutrirse de este capital social, sumando los rendimientos de la actividad, aportes específicos de los socios protectores y otras donaciones. Los recursos de capital suelen definirse a través de las participaciones de los socios protectores, instituciones públicas, entidades privadas y empresas asociadas al sistema.



Las primeras SGR en operar en el país surgen a partir del año 1995, aunque no todas empezaron a funcionar en dicho año. Estas eran:

- GARANTIZAR, proyecto de SGR del Banco de la Nación Argentina como socio protector y 757 pymes miembros de la Confederación General Económica de Argentina y del Consejo Argentino de la Industria y Unión Industrial Argentina, de 35 millones de \$ de capital social. Para tener una idea del escaso volumen alcanzado en los primeros 4 años de operaciones habían otorgado avales por un total 15.5 MM \$<sup>101</sup> en 120 operaciones;

- CAES (Compañía Afianzadora de Empresas Siderúrgicas), formada por SIDERAR S.A., Grupo Techint como socio protector, y 361 pymes como

<sup>101</sup> MM \$ significa Millones de \$

socios partícipes, de 15 millones de US\$ de capital social. Se trataba de una SGR cerrada y que empezó a operar a razón de \$ 30 MM de avales flotantes en marzo de 1997;

– AVALUAR (ALUAR S.A., FATE S.A. E HIDROELÉCTRICA FUTALEUFU S.A. y sus pymes asociadas) para el sector del aluminio, de 32.4 millones de US\$ de capital social y 124 pymes, tuvo durante sus primeros años un total de 17 MM \$ en garantías vigentes;

– MACROAVAL, integrada por el Gobierno de la provincia de Salta, Banco de Salta y Banco de Jujuy, como socios protectores y 112 pymes como socios partícipes. En total estas SGR atendían a más de 1,000 empresas socias, con un capital sumado de 87.2 MM \$, un fondo de riesgo global de más de 95 MM \$ y una cartera de garantías vigentes de unos 60 MM \$.

Con datos actualizados a junio del 2009 (fuente CASFOG<sup>102</sup>) la operatoria SGR en la Argentina era la siguiente:

Cantidad de SGR	24
Cantidad de socios protectores	414
Cantidad de socios partícipes	10900
Monto acumulado de Fondo de Riesgo (MM \$)	650,5
Total de avales otorgados	123842
Monto total de los avales otorgados (MM \$)	6530,6
Riesgo vivo – Saldos de avales vigentes (MM \$)	1090

## 2.6) Conclusiones

A lo largo del capítulo se han analizado diversas teorías que buscan explicar las decisiones de financiamiento de las empresas y en general hay coincidencia en que no existe un marco teórico unificado que brinde respuestas satisfactorias a la diversidad de cuestiones que se plantean al respecto. Más complejo es aun en relación a lo que sucede en el segmento de empresas pyme.

Y aunque no podamos ponernos de acuerdo en una teoría que explique el comportamiento de los empresarios a la hora de seleccionar como financiar sus activos, si se puede coincidir en la importancia para las empresas de la accesibilidad a la deuda. Luego, la diversidad de condicionamientos para el acceso a la deuda por parte de las empresas sirve de una u otra manera como fundamento o respaldo para un desarrollo más importante de sistemas / esquemas de garantía como herramienta concreta para enfrentar la AI y solucionar al menos parcialmente el problema del racionamiento del crédito.

En una situación en la que existe un buen proyecto empresarial, viable, con capacidad de tener éxito y generar beneficios, con un buen empresario / gerente, la necesaria financiación para llevarlo a cabo puede verse

<sup>102</sup> CASFOG, Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía

condicionada por múltiples aspectos, entre ellos el requisito de las garantías que las entidades financieras solicitan para la concesión del crédito. Debido a la falta de garantías, una empresa puede verse privada de recursos financieros necesarios para asegurar la viabilidad de su proyecto de creación o expansión. Este problema está especialmente acentuado, como se ha indicado, en la financiación a largo plazo que atiende las necesidades de inversión fija de la empresa.

Lo que se lee acerca de las restricciones que enfrentan las pymes para acceder a créditos de mediano y largo plazo en La Argentina parece no modificarse con el tiempo. Y esto ocurre más allá de que la empresa haya evolucionado y cambiado, que el sistema financiero no siempre opere del mismo modo, y que no todo pase por factores exógenos de restricción. Lo habitual es escuchar acerca de situaciones o frases como las siguientes:

- En La Argentina no existe el crédito a mediano y largo plazo para las pymes;
- Como no hay colocaciones de fondos a largo plazo los bancos no están en condiciones de ofrecer créditos a largo plazo;
- La inflación y sucesivas devaluaciones impiden el desarrollo de líneas de crédito a largo plazo para el sector productivo;
- Se viene otra crisis en cualquier momento, mejor es mantenerse sin invertir demasiado ni crecer y cuanto menos dependencia del crédito bancario tengamos mejor estaremos;
- Las pymes no tienen garantías suficientes para ofrecer al sistema financiero;
- Es imposible armar una carpeta de créditos para un banco;
- El marco institucional impide el adecuado cumplimiento de los contratos;
- Los bancos se aprovechan y cobran costos adicionales que terminan encareciendo el costo final de los créditos, por ende las pymes desconfían de los bancos y tratan de operar con la mínima cantidad de instituciones y sólo en la medida de lo estrictamente necesario;
- Los bancos prestan sólo al Estado y a las grandes empresas;
- No existen programas de apoyo a las pymes a nivel general, sólo unas pocas acceden a algunos beneficios puntuales.

Tal lo expresado al inicio de este capítulo, la mayoría de los trabajos empíricos proveen evidencias obtenidas en su gran mayoría de empresas grandes, públicas y de países desarrollados, y las teorías que se apoyan en estos trabajos, por ende, demuestran su incapacidad en sus tibios intentos de querer incluir en su dominio de aplicación al segmento de empresas pyme y que operan en países con contextos económicos sustancialmente diferentes como el nuestro.

Las limitaciones que ofrecen las teorías del trade-off (TO) para dar una explicación completa de las decisiones relativas a la EC observadas en la realidad, supuso la consideración de nuevas variables explicativas asociadas a la existencia de asimetrías de información y conflictos de intereses entre los distintos agentes que intervienen en este tipo de decisiones (dirección, accionistas y acreedores).



A diferencia de TO, Pecking Order (PO) se apoya en la asimetría de información entre directivos e Inversores, basándose en la idea de que aquellos agentes que actúan desde adentro de la empresa poseen mayor información sobre los flujos esperados de ingresos y las oportunidades de inversión que los que actúan desde afuera. PO establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima a alcanzar en línea con la predicción de la teoría estática o del trade-off (TO) sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación decantándose en primer lugar por el financiamiento interno cuando éste está disponible, y recurriendo al financiamiento exterior sólo si es necesario, siendo la segunda opción la emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones.

Pero la asimetría de información (AI) que existe a todo nivel en una relación de agencia, sea en las relaciones internas de la empresa o en la relación de la empresa con sus stakeholders, establece serias limitaciones para que una empresa, en especial pyme, pueda apuntar a delinear una estructura de capital, o en sentido más amplio, una estructura de financiación global de sus activos, óptima de acuerdo a su estrategia o punto de vista empresario.

Los estados contables, que en teoría, son la presentación de las empresas ante la sociedad, y que debieran aportar su cuota para enfrentar la AI, no terminan cumpliendo su rol en virtud de una serie de situaciones que fueron debilitando la credibilidad de los profesionales intervinientes.

Una vez planteado los aspectos relevantes de la Teoría de Asimetría de Información y observando cómo influye ésta en la relación existente entre agente y principal en un contrato de préstamo financiero, resulta relevante investigar cómo considera el sistema financiero argentino la mejor forma de manejar el tema de las tasas de interés y las garantías en los instrumentos de crédito ofertados a las empresas.

Ante una situación de racionamiento de crédito, la elevación del tipo de interés conduce a un mayor riesgo en los prestatarios, dado que éstos tendrán que afrontar inversiones más arriesgadas. A partir de cierto tipo de interés, la oferta de crédito disminuye debido al mayor riesgo implícito en dichas operaciones. Es en este contexto donde las garantías han funcionado como mecanismos apropiados para reducir los problemas de selección adversa y riesgo moral asociados a la información asimétrica. Sin embargo también la exigencia de un nivel elevado de garantías puede provocar problemas de riesgo moral (induciendo a proyectos más arriesgados o desincentivando el cuidado de las garantías) y selección adversa (expulsando a los proyectos con menos riesgo).

¿Cómo se puede emitir señales concretas y efectivas para reducir el problema de la AI y el consecuente racionamiento del crédito?

El crédito establece una relación de confianza que como tal naturalmente tiene sólo importancia potencial y se transforma en un fenómeno dinámico sólo en el momento que el crédito se activa en una forma de movimiento de capital; por lo anterior, el concepto de crédito --a diferencia del

de la operación crediticia-- es solamente aplicable para expresar que se tiene confianza, independiente de que ésta sea prácticamente explotada o no. Se habla entonces de que alguien "tiene" crédito o "disfruta" del crédito en el sentido general de la palabra, cuando se le presta confianza, pues sin la confianza del otorgador del crédito no se efectúan estas operaciones. Al investigar lo que significa "confianza" en la operación crediticia, se reconoce el ofrecimiento de una garantía de que el tomador del crédito cumplirá con sus obligaciones resultantes de la operación de crédito y que, por consiguiente, el dador de crédito no sufrirá pérdidas. Es así como la seguridad ideal que ofrece la confianza puede ser remplazada por una seguridad real y, por ende, el crédito real prendario remplaza al crédito personal basado en la confianza.

¿Cómo se puede entonces hacer cuando una empresa no cuenta con la garantía que inicialmente se requiere?

La actividad de la garantía requiere un marco específico porque su integración en el sistema financiero conlleva una serie de singularidades y matices que, necesariamente tienen que estar recogidos en la normativa y en los marcos legales y jurídicos del sistema financiero de cada país. La garantía, desde el punto de vista de Basilea (o del sistema de normas que regula la actividad de las instituciones financieras), es un factor que limita el acceso de la pyme a la financiación, dentro del sistema financiero. Esta situación no es coyuntural, sino estructural.

El Sistema de Garantías Recíprocas S.G.R. que rige en nuestro país a partir de la sanción de la Ley nacional 24.467 promulgada en el año 1.995, no es una novedad, ha sido adoptado en varios países del mundo con características similares a su naturaleza jurídica y a sus aspectos operativos hace muchos años, y a nosotros como país nos queda mucho por aprender en este tema.

La misión de las SGR es posicionarse como intermediario financiero para de esa forma negociar en representación de un cúmulo de PYMES mejores condiciones crediticias en cuanto a costo y plazos, estar más cerca del empresario y tener mayor certidumbre sobre las posibilidades de éxito de sus proyectos y asesorar en la formulación y presentación de proyectos. Los beneficios deben existir para todos los participantes del sistema lo cual incluye a los socios partícipes (pymes que buscan crédito), los socios protectores, las entidades financieras y el estado.

Por una parte son instrumentos de apoyo y promoción económica para favorecer, con carácter universal, el acceso a la financiación de las pymes de un territorio. De otro lado son instituciones financieras sujetas a las leyes sobre disciplina del sector financiero (ley de intervención y disciplina de las entidades de crédito por el banco central del país o del ente supervisor en su caso). Para resolver esta dualidad se requiere la participación activa y coordinada de los tres agentes implicados, administraciones públicas, instituciones financieras y organizaciones empresariales.

Los sistemas de garantías son una herramienta indispensable para facilitar el acceso a la financiación de las microempresas y pymes, en las

mejores condiciones de plazo y costo y es un instrumento de política industrial económica para la generación de puestos de trabajo, de proyectos empresariales y emprendedores. En la mayoría de los países analizados, se destaca el rol protagónico que el Estado otorga al desarrollo de las Pymes, es el encargado de proporcionar en algunos casos, no solo la garantía sino también el monto del préstamo, lo que no sucede aún en nuestro país.

El sector financiero puede tener una solicitud de financiación donde haya un empresario adecuado y sin antecedentes negativos y un proyecto con capacidad de repago del préstamo concedido. Sin embargo, hay un tercer requisito a cumplir que es la cobertura (garantía) del riesgo a asumir, según las “reglas del negocio” y que para el sector financiero es determinante.

Por ello, se concluye que los sistemas de garantía deben tener vocación de permanencia, desde la perspectiva de facilitar el acceso a la financiación. Un marco jurídico de calidad y específico permite la sostenibilidad de las sociedades/entes de garantía, porque lo que se persigue es integrar a esas sociedades en el sistema financiero formal. Esto implica asumir unas exigencias y responsabilidades importantes y, sobre todo, asumir que la actividad tiene que ser sostenible.

En relación a las teorías acerca de la estructura de financiamiento de empresas, teoría de asimetría de información, teoría de la agencia y el enfoque de señales, aun hay mucho trabajo por hacer, tanto a nivel de desarrollo teórico como de evidencia empírica para analizar. Algunos temas que buscan aportar al respecto podrían ser los siguientes:

- esquema de precalificación simplificado de empresas pyme;
- descripción y autocalificación del proyecto o empresa;
- mecanismos apropiados para un mayor aprendizaje de la administración financiera en pymes y para un acercamiento menos traumático entre prestamistas y prestatarios, lo cual también podría incluir la intervención de facilitadores financieros;
- cláusulas contractuales a medida que permitan reducir los problemas de agencia y normas que incentiven a los bancos a participar más activamente en el segmento de préstamos a pymes;
- acceso a la primera garantía que sirva como señal inicial en el camino para reducir la AI, lo cual podría conducir a una mayor utilización de los sistemas de garantías.

En los próximos capítulos se intenta elaborar, desde una orientación administrativa y de gestión, una serie de propuestas que permitan delinear un camino para ir reduciendo paulatinamente la AI entre prestamista y prestatario pyme. Para ello se buscara la validación de las distintas hipótesis del trabajo que se plantean al inicio de cada uno de los próximos capítulos.

## Capítulo 3

### El problema de racionamiento de crédito en empresas argentinas y sus causas

En este capítulo se evalúa el problema del racionamiento del crédito en empresas pyme argentinas y sus causas, lo cual implica analizar algunas de las principales variables explicativas del racionamiento de crédito que padecen las empresas, tanto desde el punto de vista de la oferta (básicamente bancos) como de la demanda del crédito (empresas pyme argentinas).

Se realiza una breve descripción de sistemas financieros de otros países, y se evalúa más en detalle el sistema financiero nacional con el objeto de intentar explicar el racionamiento desde el punto de vista de la oferta del crédito.

Se desarrolla también un análisis de otras variables explicativas tanto desde el enfoque de la oferta como de la demanda del crédito. Las variables analizadas son:

- la evasión fiscal;
- sistema de información contable en pymes;
- un enfoque de señales que incluye el análisis de:
  - las garantías
  - los fondos propios
  - la deuda
  - la estrategia empresarial
  - cláusulas contractuales
  - facilitadores financieros
  - sistemas de garantía como señal inicial

*El objetivo particular del capítulo es verificar el problema de racionamiento de crédito en empresas argentinas y sus causas, e incluye el análisis de las siguientes hipótesis:*

- *Hipótesis I: Un porcentaje bajo de empresas pyme está en condiciones de ofrecer la información y las garantías que el sistema financiero local requiere para el otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo;*
- *Hipótesis II: Los factores contextuales (institucionales y de política económica) no estimulan a las entidades financieras a cumplir con su rol crediticio respecto de las pymes.*

### 3.1) Antecedentes de racionamiento del crédito a empresas pyme

La consideración de la información asimétrica ha ampliado considerablemente el número de variables explicativas del racionamiento de capital que sufre la PYME. En consecuencia, la problemática financiera de este tipo de empresas tiene su origen en un amplio conjunto de factores de demanda y oferta relacionados, respectivamente, con aquellas variables internas relativas a las características de la empresa y del proyecto a financiar; y aquellas variables externas del entorno relacionadas con las características del marco legal y del sistema financiero, así como del sector en el que la empresa desarrolla su actividad.

Los postulados de la economía neoclásica respecto a la información perfecta<sup>103</sup> han sido superados por la evidencia empírica. Para que un banco decida conceder un crédito a una empresa pyme recabará información particular sobre la empresa, el sector económico en el cual se desempeña y evaluará el contexto macroeconómico, y, podrá llegar a concederlo solo si considera que la empresa brinda buenas perspectivas en cuanto a capacidad de repago.

De todas formas, las restricciones pueden venir desde el punto de vista de la oferta del crédito (no existen fondos disponibles), desde la estructura de intermediación (no existen canales apropiados que permitan conectar los proveedores con los demandantes), o desde la demanda (habiendo fondos y estructura, los sujetos plausibles de crédito no satisfacen condiciones para que los mismos sean otorgados).

La presencia de racionamiento de crédito implicaría que el mercado no es capaz de financiar proyectos de inversión o la actividad de empresas pequeñas y medianas con similar capacidad de repago que otras de mayor tamaño, aunque las primeras ofrezcan pagar mayores tasas de interés por el crédito.

Cabe mencionar que la selección adversa se manifiesta en dos formas diferentes<sup>104</sup>. Una se refiere a la situación en la que un banco aprueba una línea de crédito y luego la empresa fracasa y no se puede cobrar el crédito. Esto es básicamente lo primero que los gerentes de riesgo se preocupan por evitar. La otra forma de selección adversa se genera cuando se rechaza apoyar un proyecto o empresa que luego produce un desarrollo exitoso. Si bien la estrategia de los bancos se va adaptando a las distintas realidades de nuestra economía, en general, y en relación al problema de selección adversa, priorizan reducir los incobrables (primera situación) antes que perder negocios (segunda situación). Algunos sostienen que esto se da porque la situación de

---

<sup>103</sup> Todos los agentes que participan del mercado disponen de la misma información sin incurrir en ningún costo para obtenerla

<sup>104</sup> Williamson (1989) describe en su libro el enfoque de la economía del costo de transacción. En el mismo, resalta que el objetivo de las instituciones del capitalismo es la de economizar el costo de transacción, entre los que se encuentran el riesgo moral y selección adversa.

perder negocios no es fácilmente verificable y menos aún cuantificable, mientras que el nivel de incobrables es algo sencillo de monitorear.

La hipótesis principal de numerosos trabajos de investigación es que el financiamiento de los bancos comerciales a las Pymes se encuentra racionado principalmente por problemas específicos de asimetrías informativas. Sin embargo, la elegibilidad de las Pymes como sujeto de crédito es un tema con áreas de oportunidad para seguir desarrollando tanto desde el punto de vista teórico como empírico.

Storey (1994) sintetiza las dificultades que se les presentan a pequeñas y medianas empresas para acceder al crédito a través de bancos: el componente de AI mencionado, el alto componente fijo de los costos de búsqueda de información; los niveles de tasas de interés y plazos disponibles; las características personales que presentan los empresarios; y la alta tasa de fracaso e insolvencia de proyectos pyme, entre otras.

El acceso al financiamiento bancario para las Pymes se dificulta ante perturbaciones negativas en la actividad económica. La reducción en la capacidad de préstamo de los bancos responde al racionamiento y endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito.

El racionamiento se produce por el desplazamiento de las Pymes por las firmas más grandes y el sector público dado que encuentran mayores dificultades para financiarse en los mercados de deuda no bancarios. El endurecimiento de las condiciones crediticias se debe a que durante las fases recesivas del ciclo económico, las tasas de interés son mayores y los montos disponibles menores dados el ajuste monetario asociado. Además, se dificulta el problema de garantías, dado que en recesión los bancos suelen incrementar las exigencias al tiempo en que el valor de los activos disminuye<sup>105</sup>.

En los países subdesarrollados el escaso volumen de intermediación financiera y el poco desarrollo mercado de capitales origina un mercado de tipo oligopólico y con instituciones que concentran el crédito en proyectos grandes. El efecto de concentración bancaria que inician los bancos en Estados Unidos, tuvo su continuación en nuestro país fundamentalmente en la banca extranjera y se constituyó en un factor determinante para la falta de financiamiento de las pymes.

Adicionalmente, debe sumarse como problema, la mayor inestabilidad mundial en materia financiera producto de la globalización de los mercados. Los grandes flujos de capitales que ingresan y salen de un país tienden a impactar negativamente sobre el normal funcionamiento del mercado interno de crédito. El impacto de la reciente crisis financiera internacional ocasionada por las hipotecas subprime impactó fuertemente en la disponibilidad de crédito para empresas. La pérdida del valor de las propiedades y los defaults generalizados en los mercados de hipotecas subprime generaron pérdidas significativas en todos los valores estructurados a partir de estos activos, a los que luego de la

---

<sup>105</sup> Cuando una economía entra en recesión el valor de todos los activos de ese país pueden llegar a disminuir y esto repercute en el valor de los colaterales disponibles.

debacle algunos empezaron a llamar activos tóxicos. Esto a su vez genera una corrida de venta generalizada que acelera la pérdida de valor de los activos ya que crece la aversión al riesgo y los inversores definen estrategias de flight to quality<sup>106</sup>.

Las pérdidas generalizadas en los activos de los bancos generan inmensas necesidades de liquidez para cubrir pérdidas y márgenes, lo cual deriva en racionamiento del crédito a empresas, lo cual potencia el riesgo de insolvencia de empresas que requieren los fondos bancarios para sostener sus operaciones. Con pérdidas de casi 500 billones de dólares<sup>107</sup>, se produce un incremento de las tasas interbancarias y recortes generalizados de liquidez, lo cual motiva una fuerte intervención de los bancos centrales.

Sólo los países desarrollados con derecho de señoreaje pueden emitir moneda y tomar nueva deuda a tasas de referencia más baja, algo que no es posible en economías en desarrollo. Para una economía como la Argentina, con escaso nivel de apalancamiento bancario, la crisis quizá no tuvo el impacto que tuvo en las economías con mayor dependencia del crédito. Sin embargo un escenario benigno implicaría igualmente un menor acceso al crédito para empresas y más caro, mientras que un escenario adverso implicaría una contracción severa del acceso al crédito.

La dispersión de las tasa de interés es variable dependiendo de la evolución del mercado financiero. Si bien las tasas de interés bajan cuando se disipan las crisis financieras y aumenta la liquidez, el problema del racionamiento de crédito sigue presente para el segmento pyme. A su vez cuando ocurre un shock externo que afecta nuestro mercado financiero el problema se agudiza y empieza a afectar también a la franja corporativa (grandes empresas).

Existe un trade-off entre liberalizar la cuenta de capital<sup>108</sup>, que se refiere principalmente a flexibilizar las restricciones a los ingresos y egresos de capital entre países con el objetivo de lograr una mayor integración financiera con la economía mundial (característica común: los residentes de un país adquieren activos en otro) y el control de los flujos de capital. Los principales motivos por los que se controlan los flujos de capital son:

- Protección contra los riesgos derivados de las fluctuaciones en el flujo de capitales internacionales tales como:
- Evitar una fuga del ahorro interno de un sistema bancario frágil.
- Evitar las afluencias de capitales a corto plazo.
- Favorecer ciertos tipos de afluencias más estables como la inversión extranjera directa.

---

<sup>106</sup> Vuelo hacia la calidad, que se refiere a la protección que buscan los inversores en activos calificados como AAA a nivel internacional, básicamente bonos del tesoro americano.

<sup>107</sup> Léase 500 billones o lo que es lo mismo 500 mil millones de dólares con algunos participantes destacados: Citibank 19 billones usd, Bank of América 5,5 billones usd, UBS 10 billones usd, Societe General (Francia) 2 billones Euros, West LB (Alemania) 1,45 billones usd.

<sup>108</sup> Cuenta de capital. Los principales flujos que abarca son: Inversión extranjera directa; flujos de cartera (inversiones en acciones) y préstamos bancarios.

Una muestra del racionamiento existente se puede observar en el esquema de financiación de activos fijos por parte de las pymes. La mayor parte de las inversiones de las pyme industriales durante toda la última década fueron principalmente financiadas con recursos propios. El financiamiento bancario, sin embargo, viene creciendo sostenidamente según lo que exponen los sucesivos informes de la Fundación Observatorio Pyme.

A lo largo de la última década se observa un crecimiento sustancial en la tasa de aceptación de las solicitudes, la cual ha regresado a valores cercanos al 80%, nivel similar a los años 1996 y 1997.

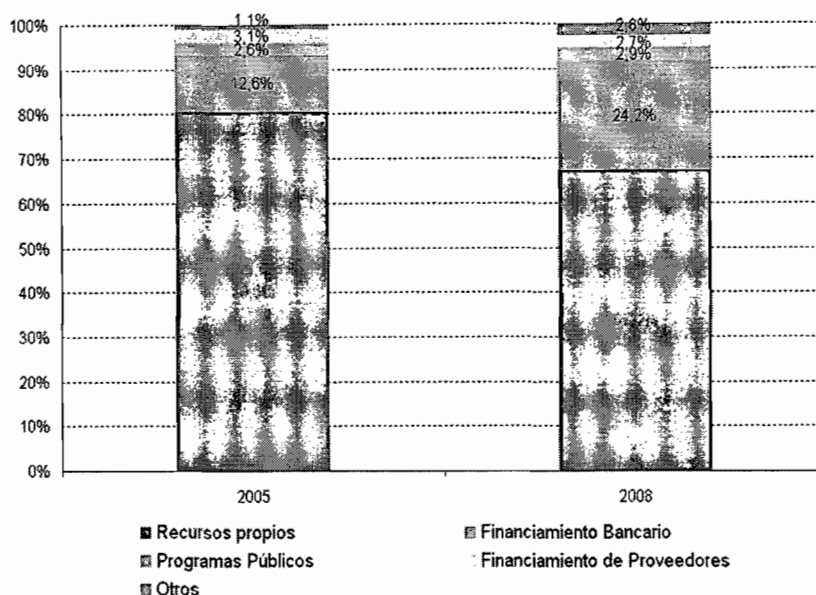
No obstante, con rangos que van entre el 20 y algo más del 30% según cada uno de los últimos años, las empresas tienen algún proyecto de inversión frenado por falta de crédito, dato que estaría demostrando que en esas empresas la evolución de la rentabilidad no alcanza para sostener la inversión en forma autónoma. Y la necesidad de invertir lo demuestra un porcentaje que ronda en el 40% de las firmas que asegura tener máquinas entre antiguas y muy antiguas. Entre el 80 y el 85% de esas empresas lo hace con recursos propios, que es un porcentaje muy alto respecto a lo que pasa en otros países.

Si bien es cierto que muchas empresas eligen la autofinanciación porque cuentan con recursos y se auto descartan para un proceso de calificación bancaria, existe también una proporción no despreciable de empresas que en los últimos años no ha realizado inversiones por falta de disponibilidad de fondos. La autofinanciación de inversiones depende en gran medida de la generación básica de caja que proviene del resultado operativo. En los primeros años posteriores al año 2001, con un fuerte proceso de sustitución de importaciones y recuperación paulatina de los niveles de actividad, las empresas manejaron niveles de rentabilidad más elevados que los que se manejan actualmente, y esto reduce la posibilidad de autofinanciar inversiones, salvo que los empresarios pasen a la otra opción de fondos propios que implica el otorgamiento de nuevos aportes.

Dentro de lo que es el financiamiento externo, la principal fuente de financiamiento en la Argentina se da a través del sistema bancario. El sistema argentino de intermediación financiera se encuentra fuertemente sesgado hacia la intermediación bancaria, debido a que el mercado de capitales no se encuentra suficientemente desarrollado de manera de convertirse en un sustituto válido. Según se puede observar en el siguiente gráfico de la Fundación Observatorio Pyme (2008), el financiamiento bancario ha crecido en los últimos años.



## Financiamiento de las inversiones



➤ El financiamiento bancario de las inversiones ha crecido en los últimos tres años representando durante 2008 la cuarta parte de los recursos.

3ª Conferencia Anual Observatorio PyME Regional  
Buenos Aires Norte – Santa Fe Sur

Diciembre de 2008

El mercado crediticio es heterogéneo y segmentado en clusters o submercados. En cada uno de ellos, la oferta, la demanda y precio del dinero difieren significativamente. La dispersión de las tasas de interés expresa la clara segmentación del mercado. Se distinguen al menos seis franjas de tasas activas:

- Corporativo
- Mediana empresa
- Pequeña empresa
- Consumo
- Microempresa
- Hipotecario

En julio de 2010, la tasa de interés que las entidades financieras pactaron por depósitos a plazo fijo 30 – 44 días fue en promedio del 9,3% anual. En tanto la tasa BADLAR (bancos privados) fue en promedio de 10,3%. La BADLAR total (bancos privados y públicos) promedió un 9,5%, mostrando un caída interanual del 2,9%, al igual que el resto de las tasas pasivas. Este nivel de tasas en descenso favorece a muchas pymes que tomaron leasing con diferentes tasas ajustables.

Por el lado de las tasas activas (datos a junio 2010 Elaboración CEFIDAR en base a datos BCRA) también se observan descensos interanuales para casi todo tipo de operaciones de crédito:

<b>Tipo de crédito</b>	<b>Variación interanual jun 09/jun 10</b>
Adelantos en c/c (descubiertos)	- 4,53%
A sola firma	- 3,76%
Hipotecario	+0,82%
Prendario	- 5,22%
Personales	- 4,27%
Tarjetas de Crédito	+ 0,75%

Según informe de Adeba (febrero 2010):

- los depósitos seguían aumentando exponiendo una variación interanual del 14,5%, siendo canalizados mayormente a los bancos públicos y a las entidades financieras privadas de capitales extranjeros;
- la liquidez sigue siendo elevada. El ratio de liquidez (considerando partidas denominadas en moneda nacional y extranjera) se ubicó en 29,8% de los depósitos totales en el mes. El indicador amplio de liquidez (que incluye la tenencia de Lebac y Nobac) se ubicó en 43,2% de los depósitos;
- El crédito al sector privado sigue creciendo principalmente impulsado por las entidades financieras privadas. El aumento mensual resultó generalizado entre las distintas líneas crediticias. El financiamiento bancario a las empresas continuó creciendo (9,6% i.a. o interanual) principalmente el destinado a los sectores de la construcción, servicios y agropecuario, estando mayormente instrumentados mediante documentos y adelantos;
- El ratio de irregularidad del crédito al sector privado mantuvo su tendencia decreciente y alcanzó el 3,4% en febrero. En los últimos meses el descenso del indicador estuvo impulsado por los préstamos destinados al consumo de los hogares, mientras que se mantiene estable la irregularidad del financiamiento a las empresas;
- Continuaron mejorando los indicadores de solvencia. El patrimonio neto consolidado se expandió 1% en febrero, acumulando así una suba de 20,4% i.a. El crecimiento relativo del patrimonio neto continuó superando al de los activos, llevando a una reducción de los niveles de apalancamiento. La integración de capital a nivel sistémico se ubicó en 19% de los activos ponderados por riesgo, representando un exceso de integración de capital equivalente a 102% de la exigencia normativa.

En lo referente a pymes, según datos publicados para el mes de abril de 2010, y comparando con igual mes del año anterior, se mantiene el crecimiento de los créditos bancarios a este segmento de empresas. La banca extranjera es la que muestra el peor desempeño en cuanto a la evolución de la asistencia crediticia a pymes.

Según la información suministrada por el Departamento Pymes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en el mes de julio de 2010, el financiamiento a las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales alcanzó un nivel de 135,4 MM\$, total que se compone de 106,1 MM \$

de operaciones de descuento de cheques y el resto a una operación de Fideicomiso Financiero<sup>109</sup>.

En el año 2010 se desaceleró la colocación de créditos según los reportes del BCRA. Los bancos buscan instrumentos líquidos para reemplazar los menores créditos que están otorgando al sector privado. Las entidades financieras incrementaron la participación de su cartera de activos líquidos en los activos totales en los últimos meses (ejemplo Lebac, Nobac), a la vez que el fondeo bancario siguió creciendo por el aumento de depósito de empresas y familias.

Los bancos también manejan su liquidez con la compra y venta de títulos públicos aprovechando la enorme volatilidad de la deuda argentina en los últimos años. Esto tiene alto impacto en la disponibilidad de crédito tanto por el lado de la cantidad de fondos como del precio del dinero a nivel de tasas de interés. Aumenta el riesgo país por baja de los títulos, aumenta el rendimiento implícito de estos bonos y sube el costo de oportunidad para la colocación de créditos a empresas.

Durante muchos años observamos que gran parte de la cartera de créditos de los bancos se dirigía hacia crédito al sector público, lo cual es entendible, dado que las normas sobre capitales mínimos castigaban los créditos hacia pequeñas y medianas empresas, y prestarle mayoritariamente a un solo sujeto (el Gobierno) disminuye los costos de transacción, más aún cuando ese sujeto necesita de los fondos. Sin embargo cuando la necesidad de fondos por parte del estado disminuye (tal como ocurre actualmente), esto no implica un crecimiento proporcional en la asistencia de créditos a empresas.

En la siguiente tabla se puede observar la evolución de cómo las pymes fueron financiando sus activos en la última década<sup>110</sup>:

Año	Capital Propio	Bancos	Proveedores	Clientes	Programas Públicos	Otras fuentes de financiación
2005	83%	8,2%	7,2%	0,8%	-	0,8%
2006	77,2%	14%	5%	1,2%	1,4%	1,4%
2007	66,8%	21,8%	7,4%	1%	1%	1%
2008	60,8%	24,6%	7,8%	2,4%	3%	3%

Según encuesta de Fundación Observatorio Pyme (2007), el 22% de las empresas encuestadas manifiesta no solicitar fondos debido al costo elevado y los cortos plazos. Cabe recordar que el costo medio de búsqueda de información sobre las Pyme resulta relativamente más elevado debido al bajo monto de préstamo solicitado, por lo que termina incrementándose la tasa a pagar. Además, los plazos cortos le otorgan a las instituciones bancarias un mayor poder de control en comparación con los préstamos de larga duración. Además, debe tenerse presente que dichos elementos (tasa de interés y plazo) se constituyen con el fin de disminuir el riesgo moral asociado a un contrato de

<sup>109</sup> Fuente CEFIDAR, agosto 2010

<sup>110</sup> Informe especial: Oportunidades de expansión del sistema bancario entre las Pyme para la post-crisis. Fundación Observatorio Pyme – marzo 2009

préstamo. Por consiguiente, puede observarse que los mismos resultan ser contraproducentes para las pequeñas y medianas empresas. Es decir, la brecha financiera que surge con la asimetría de información (la falla del mercado bancario) tiende a agravarse para este segmento de empresas.

Según el informe anual 2007/2008 de la Fundación Observatorio Pyme los motivos por los cuales no fueron otorgados créditos (fuera de lo que es descubierto) a las pyme industriales que lo solicitaron durante el año 2007 fueron los siguientes:

- debido a sus deudas fiscales 5%
- debido a su elevado endeudamiento 10%
- debido a sus insuficientes garantías 25%
- otras razones ajenas a la empresa 60%

Y los motivos por los cuales las pyme industriales no han solicitado crédito bancario durante 2007 fueron los siguientes:

- no califica por deudas fiscales 6,9%
- no califica por elevado endeudamiento 2,1%
- insuficientes garantías 8,2%
- procesos demasiado largos o exceso de trámites 15,7%
- costo financiero elevado o plazos cortos para la cancelación 31,1%
- incertidumbre sobre la evolución de la economía nacional 32,2%

El grado de autoexclusión del mercado financiero sigue siendo elevado. Según datos de la Fundación Observatorio Pyme para el año 2009, la proporción de pymes que decidieron no realizar trámites de solicitud para acceso al crédito bancario llegaba al 70%. El 42% de los empresarios que no solicitaron créditos distintos a los acuerdos de descubierto y al leasing consideraban que la incertidumbre existente respecto a la evolución de la economía argentina no generaba un marco propicio para incrementar el endeudamiento.

Como puede observarse en los informes citados, las razones del racionamiento desde el sector financiero a las pymes industriales son diversas y cada año varían su ponderación. Del mismo modo que son varios los motivos por los que el empresario pyme se auto raciona. En los siguientes puntos analizo esta problemática tanto desde el punto de vista del demandante de crédito (pymes) como así también desde la oferta (bancos y otras entidades de crédito).

## **3.2) Sistema Financiero y Racionamiento del crédito**

### **Reseña de sistemas financieros del mundo**

La siguiente reseña solo pretende describir algunos aspectos generales y ciertas características puntuales de los sistemas financieros analizados.

## - Sistema Financiero en EEUU

En los Estados Unidos de América, la ley obliga a los bancos comerciales a prestar servicios a todos los sectores sociales y a todas las categorías de empresas y organizaciones productivas

En el año 1933 mediante el Glass-Steagall act se creó el Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que en español sería el Corporación Aseguradora del depósito federal. El FDIC<sup>111</sup> provee seguridad al depósito realizado en sus bancos miembros por hasta un total de 250 mil usd (antes de la crisis subprime la garantía era de 100 mil usd) por depositante por banco.

Desde enero hasta octubre de 2009, el FDIC ha tenido que salir en ayuda de 514 bancos con serios problemas de liquidez. Cuando analizamos los 50 bancos a los que el FDIC tuvo que socorrer durante todo 1993, podemos dimensionar el impacto que ha tenido la crisis del año 2008 en los Estados Unidos.

Existe un amplio y justificado malestar en EEUU por los inéditos montos de fondos públicos que se destinan para financiar la insolvencia de los grandes bancos, mayormente norteamericanos. Más aún cuando la política monetaria y financiera de la última década y media, toleró y hasta alentó riesgosas operaciones bancarias y financieras, creando una arquitectura muy compleja que vincula mercados, inversionistas y países<sup>112</sup>.

El mercado de derivados financieros de los 10 mayores bancos norteamericanos, fueron casi 10 veces el PBI de los EE.UU. del 2005. Según el BIS (Banco Internacional de Pagos de Basilea Suiza), en la actualidad, el mercado total de derivados financieros excede los 500 trillones de \$, casi 40 veces el PBI de los EEUU del 2005. También, en 2005, reportamos una aceleración extraordinaria de la tasa del crédito de los bancos norteamericanos orientados a la especulación en los mercados de derivados financieros (Hedge Funds). La tasa de aumento de crédito bancario para este fin fue de 56% en 2003, 134% en 2004 y, 156% en 2005.

---

<sup>111</sup> El FDIC asegura o garantiza depósitos de unas 8.246 instituciones y sus activos se elevan a USD 13,5 trillones. Como resultado de la crisis de 2008, 25 bancos norteamericanos se volvieron insolventes y debieron ser tomados bajo el ala del FDIC. En julio de 2009 se lanzó la medida LLP (Legacy Loans Program), que tiene por objeto ayudar a los bancos a deshacerse de activos tóxicos, para poder obtener nuevos capitales y así poder aumentar sus préstamos. La garantía de los USD 250,000 tendrá efecto hasta el 31 de diciembre de 2013, ya que a partir del 2014 las garantías volverán a un monto de USD 100,000 por depositante, considerando todos los depósitos que el mismo tiene en el sistema. De acuerdo a lo que manifiesta el FDIC, desde el año 1934 en que esta institución fuera creada, ningún depositante ha perdido un solo centavo, cuando una institución bancaria se volvió insolvente.

<sup>112</sup> En efecto, el rescate financiero representa una segunda prueba de fuego (la primera, aunque de menor calibre, fue la nacionalización del banco inglés Northern Rock) en la que el sistema financiero formal norteamericano (y global) literalmente se tambaleó (a juzgar por la corrida poco ortodoxa en la que los inversionistas vendieron sus acciones de un día a otro) por sus operaciones en el sistema bancario informal o en la sombra. En EEUU, a mediados del 2007, sucedió la quiebra del Countrywide (el mayor banco hipotecario de los EEUU), y se reportaron grandes pérdidas del sistema mixto de vivienda. En ese momento en Francia, el banco Sociedad General (Societe Generale), anunciaba espectaculares desfalcos y tuvo que ser también rescatado de emergencia. Ya durante 2008, las pérdidas, también astronómicas, se expresaron en los balances de los más grandes bancos formales de EEUU y del mundo, hasta ahora, entre los más notables, podemos citar a Cit Group Inc., JP Morgan, Credit Suisse Group, Citigroup, Merrill Lynch y otros. La burbuja estalló, cuando hubo que cotejar balances formales con balances en la sombra y, revalorizar activos y pasivos. Muchos bancos norteamericanos debieron corregir, reduciendo sus ganancias por las pérdidas de sus inversiones en los derivados financieros.

En verdad, en el caso de las insolvencias bancarias que observamos en las últimas décadas y, en particular, en estas recientes crisis financieras, la acción pública se ha convertido –crecientemente en financiadora de las pérdidas privadas pero, con fondos públicos promoviendo el riesgo moral dada la existencia del prestamista de última instancia.

No obstante, conviene recordar que la importancia del sistema bancario en Estados Unidos dista de ser la que alcanza en las economías de Europa continental o Japón. En el ejemplo clásico de lo que se denomina un sistema financiero “market-based” (o modelo anglosajón), el sistema bancario estadounidense tiene relevancia secundaria frente al papel de los mercados financieros e incluso frente a otros tipos de intermediarios (fondos de pensiones e inversión y compañías de seguro). Así, los bancos mantienen alrededor de una cuarta parte de los activos financieros totales, frente a la mitad de los japoneses y los dos tercios de las entidades bancarias de las grandes economías del euro. En los sistemas financieros “bank-based” (Europa continental o Japón), la capitalización bursátil oscila entre la mitad y las tres cuartas partes del PBI, frente a un muy superior volumen de activos bancarios, que duplica o triplica el volumen citado para la Bolsa.

La reciente reforma (julio 2010) establece cambios en todas las áreas de los mercados financieros, desde cómo los consumidores obtienen sus hipotecas y las tarjetas de créditos, a cómo el Gobierno puede dismantelar una firma financiera que ha entrado en quiebra.

No obstante, luego de la firma del texto por parte del presidente americano, el trabajo de reforma no habrá concluido, pues la ley tendrá que ser desarrollada con 533 reglamentos elaborados por las agencias reguladoras. Serán precisamente esas normas las que determinarán cómo afectará la legislación a la banca y a los particulares, si bien la intención general es aumentar la protección del consumidor y vigilar más al sector para evitar que se cometan de nuevo los excesos que condujeron a la crisis financiera iniciada hace dos años.

En términos generales, la ley establece por primera vez una regulación de los derivados, unos mercados muy sofisticados que se situaron en el ojo del huracán durante el derrumbe financiero. Además, se establecen muchos límites a la banca, entre ellos el de usar su propio dinero para invertir junto a sus clientes en mercados especulativos, y se les impone exigencias más duras a la hora de calibrar el riesgo o reforzar su capital.

La ley también obliga a los bancos a segregar sus negocios vinculados a los mercados de derivados, y otorga al Gobierno la capacidad no solo de intervenir entidades que estén al borde del colapso, sino también de someterlas a una liquidación ordenada.

Uno de los pilares es la protección del consumidor, y sobre todo la propuesta del Gobierno de Obama de crear una agencia independiente encargada de vigilar la venta de productos financieros a los particulares. La ley también establece nuevas reglas para la concesión de hipotecas, con objeto de

prevenir los abusos que contribuyeron en el colapso del sector inmobiliario. Las autoridades reguladoras y supervisoras también salen reforzadas y con capacidad de establecer una mayor vigilancia sobre las grandes firmas, para detectar las situaciones de alarma en sus primeros estadios.

La tasa que fija la Reserva Federal (FED)<sup>113</sup> es la herramienta primaria de influencia sobre las tasas de interés para las empresas. Cambios en la tasa de referencia de la FED impacta en el costo de los préstamos que otorgan los bancos, en los mercados de dinero (Money Markets), en los rendimientos de las cuentas de ahorro y en los certificados de depósito. El principal interés de las empresas que necesitan financiación externa es el impacto en la Prime Rate.

El Sistema de Reserva Federal de los EEUU controla el nivel de la tasa de interés por los fondos federales por medio de las operaciones con los valores estatales. La *Federal Funds Rate*, o tasa de los fondos federales (la tasa de interés básica en los EEUU) es una tasa de interés, con la cual los bancos prestan los recursos libres en el Sistema de Reserva Federal de los EEUU a otros bancos durante la noche (durante la noche — para un día, al pie de la letra, " dentro de una noche").

La Discount Rate, o tasa de descuento es una tasa de interés, bajo la cual el Sistema de Reserva Federal de EE.UU. da los créditos para el mantenimiento de la liquidez de los bancos. La tasa de descuento es menos significativa, que la tasa de interés de los fondos federales.

<b>Tasas de interés de referencia actuales</b>	
<u>Indicador</u>	<u>Tasa anual</u>
Prime Rate	3.25
30 Year T-Bond	3.91
10 Year T-Note	2.52
91 Day T-Bill	0.14
Fed Funds	0.19
London EuroDollar 1 Month	0.35
Mortgage Rate 30 Year	4.19

Fuente: [www.forecasts.org](http://www.forecasts.org) (información actualizada a octubre 2010)

## - Sistema Financiero en Europa

Si comparásemos la estructura del sistema financiero de EEUU, Japón y la Eurozona, encontraríamos tanto puntos de coincidencia como de divergencia. El punto en común de los tres sistemas es que mientras las

<sup>113</sup> Los bancos centrales básicos que sirven de referencia para todos los mercados mundiales son el Sistema de la Reserva Federal (FED EE.UU.), Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Banco de Canadá, Banco Nacional de Suiza y el Banco de Reserva de Australia.

entidades financieras en su conjunto tienen una posición neta más o menos en equilibrio, los excedentes de las familias financian tanto a los Gobiernos como a las empresas no financieras en su conjunto.

En cuanto a las fuentes de financiación de los Gobiernos de la Eurozona, se observa que utilizan fundamentalmente los bonos y las notas para captar recursos para sus respectivos presupuestos. Obviamente, esto es consecuencia de los relevantes ahorros en el costo de la financiación y por las ventajas de la diversificación.

Sin embargo, el punto de fuerte divergencia es la financiación empresarial. Mientras que en la Eurozona, las empresas se financian principalmente a través del sistema bancario (68 %), en EEUU ocurre todo lo contrario. Hay distintos factores que explican estas diferencias. La inadecuada valoración del capital, la subsidiación de las operaciones de crédito compensada de forma indirecta por otros servicios bancarios, la necesidad de valorar de forma continua a precios de mercado las carteras de bonos y no los préstamos y por otra parte, el menor tamaño de las compañías, puede explicar tales diferencias.

Del mismo modo que la FED es la herramienta primaria de influencia para las tasas en EE.UU., el Banco Central Europeo<sup>114</sup> fija la tasa de referencia para la Unión Europea.

*Refinancing tender rate* o tasa de la refinanciación es la tasa de interés, que es posible para las demandas a la captación de los recursos en la oferta del banco Europeo Central. Cada dos semanas el Banco Europeo Central realiza la oferta por la instalación de los recursos que es necesario para mantener la liquidez en el sistema monetario. Es una tasa de interés básica para Europa.

*Deposit rate*, o tasa de depósito es la tasa de interés donde es posible transferir los recursos monetarios libres en los institutos del Banco Europeo Central. La tasa por los depósitos es la frontera inferior en el mercado de las tasas de interés durante la noche.

*Marginal lending rate*, o tasa máxima por los empréstitos es la tasa de interés, donde es posible tomar el crédito en los institutos del banco Europeo Central para mantener la liquidez a corto plazo. La tasa máxima por los empréstitos es la frontera superior en el mercado de las tasas de interés durante la noche.

## **- Sistema Financiero en Japón**

---

<sup>114</sup> Gran Bretaña, que no forma parte de la Unión Europea, tiene en la Repo rate o *Tasa de interés por repo rate (transacción repo)* la tasa con la cual el Banco de Inglaterra da los préstamos a corto plazo en una seguridad de obligaciones estatales. Esta tasa de interés es el formador básico del precio del dinero en Gran Bretaña.



Este país cuenta con el Deposit Insurance Corporation of Japan (DICJ), Corporación garantizadora de depósitos de Japón, que fuera creado en el año 1971 y es la entidad que garantiza los depósitos de los privados y de las empresas solamente si estos se encuentran en bancos japoneses; no así de las filiales extranjeras establecidas en Japón. A diferencia del FDIC, los depósitos de las instituciones financieras no están cubiertos en Japón por ninguna garantía (a excepción de los fondos de pensión). La cobertura máxima que el DICJ otorga por cada depósito es de 15 millones de yenes (111 mil U\$S) y esto no cubre a los depósitos en moneda extranjera (USD, €, £).

Cuando una entidad se encuentra en problemas, existe un Consejo Administrador de Crisis financiera que evalúa la situación y es en definitiva el Primer Ministro y su gabinete los que deciden dar una ayuda (suponiendo que la situación no sea muy complicada) o bien nacionalizar e inyectar capital (tratándose de una entidad en quiebra). En base a la información del propio DICJ, el monitoreo y la asistencia del Consejo Administrador de Crisis Financiera; se da en forma inmediata y se proponen medidas rápidas para que la institución puedan seguir brindando su servicio. Es notable el excelente funcionamiento que tiene esta institución, ya que desde su creación hasta Junio 2009 solamente se han realizado 3 nacionalizaciones de instituciones y se brindó asistencia a 1 sola entidad.

El Banco Central de Japón fija las tasas de referencia para la economía del país <sup>115</sup>. La *overnight call rate target* o tasa de interés overnight interbancaria. Es la tasa de interés básica en Japón. El banco de Japón influye en el nivel de la tasa por medio de las operaciones con los bonos gubernamentales.

La *discount rate* o tasa de descuento es una tasa de interés, donde el Banco de Japón da los créditos para mantener la liquidez de los bancos. La tasa de descuento es menos significativa, que la tasa de interés interbancaria overnight.

### **- Sistema Financiero en Brasil**

El sistema bancario brasileño presenta un alto grado de atomización en términos de número de operadores, con cerca de 160 bancos múltiples y/o comerciales. Además, existen cuatro bancos de desarrollo y más de 1.400 cooperativas de crédito. El peso de los activos totales de las entidades bancarias sobre el PIB ascendía al cierre del año 2004 a aproximadamente el 69%, lo que confirma la importancia actual del sistema bancario brasileño sobre la economía, con relación a otros países de la región. Sin embargo, la cartera de créditos comerciales representaba a esa misma fecha sólo un 30% del balance total de las entidades y un 21% del PIB. El peso de los créditos sobre el activo de las entidades es de los más bajos de los sistemas bancarios latinoamericanos, lo que demuestra una estructura de activo bastante diversificada.

---

<sup>115</sup> Con datos actualizados a octubre 2010 el Banco Central de Japón decidió colocar la tasa de interés en un rango del cero a 0,1%. Esto marca la gran fortaleza de las tasas como herramienta para fortalecer la economía en países desarrollados sin riesgo inflacionario. Marca una gran diferencia con lo que ocurre en países como la Argentina.

El sector bancario brasileño se caracteriza por la importante presencia estatal. Las dos principales entidades dentro de los bancos múltiples y/o comerciales en términos de activo son dos instituciones públicas, el Banco de Brasil y la Caja Económica Federal, que aglutinan un 18% y un 12%, respectivamente, de los activos totales de la banca comercial. En términos de cartera crediticia, el Banco de Brasil es también la entidad líder, con un 20% de la cartera total del sistema, seguido por el Banco Bradesco, primera entidad privada del sistema, con un 12% de los créditos. Como entidades bancarias se está considerando aquí exclusivamente a los bancos múltiples y comerciales. Tras Bradesco, los bancos privados más representativos son el Banco Itaú, Unibanco, Santander-Banespa y ABN Amro.

El BNDES, como banco de desarrollo, sitúa la atención a la estas empresas como una de sus áreas de acción prioritarias, con distintas actuaciones, tanto en primero como en segundo piso. El BNDES es una entidad pública dependiente del Ministerio de Desarrollo, Industria y Comercio Exterior. Su misión es financiar inversiones de largo plazo<sup>116</sup> que contribuyan al desarrollo del país: instalación, expansión y/o modernización de actividades productivas, proyectos de infraestructura, exportaciones y capacitación tecnológica, entre los objetivos de financiación más relevantes.

La tasa Selic<sup>117</sup> es la tasa de referencia de la economía brasileña y es utilizada en las operaciones interbancarias, y es fijada por el Comité de Política Monetaria de Brasil (Copom del Banco Central de Brasil). Ante una modificación de la tasa Selic, el resto de las tasas de la economía brasileña tienden a seguir la misma tendencia. Un aumento en la tasa impacta aumentando el resto de las tasas cobradas a las empresas y a las personas.

## - Sistema Financiero en Chile

Sabido es que el sector financiero chileno es uno de los más desarrollados de la región. En este sentido, el peso de la cartera crediticia del total del sistema financiero chileno sobre el PIB ascendía a 66% a finales de

---

### <sup>116</sup> BNDES Automático

- Financiamiento hasta R\$10 MM para cubrir hasta el 90% de la inversión fija o capital de trabajo asociada (implantación, expansión, modernización)
- Abarca construcción y reformas, compra de equipamiento de fabricación brasileña, estudios, proyectos y capacitación
- Amortización: según proyecto
- Costo: tasa LP+2,5%+spread de agente colocador

### FINAME / FINEM

- Financiamiento sin límite de monto para compra de máquinas y equipos nuevos de fabricación nacional
- Costo: tasa LP+1% a 2,5%+ spread agente colocador
- Amortización: 60 meses para menos de R\$10 MM
- Finame Agrícola: ídem para máquinas, equipos e implementos para la actividad agrícola
- FINEM: ídem para emprendimientos (incluye equipamiento)

<sup>117</sup> A octubre del 2010 la tasa Selic paso de 10,25 a 10,75% anual. El riesgo de inflación de países de nuestra región afecta el nivel de tasas y las coloca muy por arriba de las tasas de referencia de los países desarrollados.

2004. Asimismo, la cartera de créditos comerciales representaba un 55% del balance total de las entidades. El sector bancario chileno propiamente dicho se caracteriza por ser sólido y competitivo, particularmente si se lo compara con sus semejantes de la región. Está formado por un banco estatal (Banco Estado de Chile), 20 bancos establecidos en Chile y siete sucursales de bancos extranjeros. En los últimos años, además de la entrada de ocho nuevos bancos, se han producido dos adquisiciones de considerable magnitud y relevancia (Banco Santander compró Banco Santiago y Banco de Chile adquirió el Banco Edwards).

En cuanto a la cartera de créditos se refiere, Banco Santander-Chile, Banco de Chile y Banco Estado de Chile son los más activos, con el 22%, 16% y 15%, respectivamente, del total de la cartera del sistema. Les siguen el Banco de Crédito e Inversiones (11%) y el BBVA Chile (7%). En cuanto al número de deudores del sistema, el Banco Estado de Chile atiende al mayor número (22%), seguido del Banco Santander-Chile (19%) y del Banco de Chile (11%).

En el ámbito de la financiación a la micro, pequeña y mediana empresa, no existe a la fecha banco alguno que muestre una posición dominante con respecto al conjunto del sistema bancario chileno, si bien el Banco Estado, Banco del Desarrollo, Banco de Chile y Santander-Santiago cuentan con un mayor porcentaje de su cartera destinada a atender a la mipyme, los dos primeros con mayor fortaleza en el sector microempresario y los dos últimos en el de tamaño pequeño y mediano.

Según la normativa de la SBIF (Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile) sobre provisiones por riesgos de crédito de los bancos y financieras, las reservas a constituir en función del riesgo del deudor se calculan en función de la estimación de la pérdida<sup>118</sup>.

Entre las innovaciones y los logros más destacables del sistema chileno se encuentran: la regulación y supervisión de FOGAPE (Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios), unido a su sistema de licitación de garantías, ha logrado atraer la atención de casi todo el sistema financiero privado del país, que ha asumido una creciente participación en el riesgo de los créditos garantizados; como consecuencia de lo anterior el fondo ha pasado a cubrir una sensible cuota del mercado de crédito a la micro, pequeña y mediana empresa del país. Asimismo, la adecuada administración del Fondo ha permitido lograr su sostenibilidad financiera, lo que lo haría capaz de mantenerse incluso si pasara a ser privado. Por último cabe mencionar que el resultado de un riguroso estudio de evaluación daría muestras de adicionalidad de la actividad del Fondo en el acceso al crédito y en el volumen de crédito obtenido.

---

<sup>118</sup> Clasificación C1: hasta 3% del rango de pérdida estimada con provisión del 2%; Clasificación C2: más de 3% hasta 19% del rango de pérdida estimada con provisión del 10%; Clasificación C3: más de 19% hasta 29% del rango de pérdida estimada con provisión del 25%; Clasificación C4: más de 29% hasta 49% del rango de pérdida estimada con provisión del 40%; Clasificación D1: más de 49% hasta 79% del rango de pérdida estimada con provisión del 65%; y Clasificación D2: más de 79% del rango de pérdida estimada con provisión del 90%.

La autonomía del Banco Central de Chile (BCCh) es el primero de los cuatro pilares de la institucionalidad macroeconómica y financiera de Chile, en los cuales se sustenta el marco de la política monetaria<sup>119</sup>.

Las decisiones de política monetaria son tomadas por el Consejo del BCCh en la reunión de política monetaria (RPM), habitualmente mensual. En estas reuniones se decide el valor de la tasa de interés de referencia llamada Tasa de Política Monetaria (TPM). Para tener una referencia de tasas, el proceso de normalización de la TPM comenzó en junio y continuó en las reuniones de julio y agosto (con un incremento de 50 puntos base en cada ocasión) con lo cual ha llevado la TPM al nivel de 2% anual.

## **- Sistema Financiero en la Argentina**

En lo que respecta al sistema financiero argentino, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) es el ente rector y supervisor, y en tal función habilita, interviene y cierra instituciones, además de determinar las normas referentes a exigencias de capitales mínimos y encajes.

El crédito bancario requiere de aspectos diferentes en cuanto a los elementos que deben ser satisfechos para su concesión, dado que el prestamista se encuentra sujeto a regulación por parte de la autoridad monetaria. Respecto al proceso de otorgamiento de créditos por parte de los bancos existe un concepto general y dos puntos clave en la normativa del Banco Central para el otorgamiento de financiaciones<sup>120</sup>.

El concepto general define que "el legajo (del cliente) deberá contener todos los elementos que posibiliten efectuar correctas evaluaciones acerca del patrimonio, flujo de ingresos y egresos, rentabilidad empresarial o del proyecto a financiar".

El primero de los puntos clave responde a la información básica necesaria para este análisis y es: "La revisión de la cartera comercial se practicará sobre la base de la información financiera actualizada – estados contables e información complementaria, proyectos de inversión, etc. Que deberán proporcionar los clientes ante requerimiento de las entidades, aplicando parámetros válidos para cada sector y considerando otras circunstancias de la actividad económica"<sup>121</sup>.

El segundo responde al criterio de clasificación y enuncia que: "la capacidad de repago del deudor en función del flujo financiero estimado y sólo en segundo lugar sobre la base de la liquidación de activos del cliente"<sup>122</sup>. De la interpretación de estos criterios, observamos la extremada relevancia de las

---

<sup>119</sup> El segundo es la aplicación de una política fiscal responsable y predecible. El tercero es un marco de regulación y supervisión del sistema financiero, para asegurar que este se desarrolle con altos estándares de gestión y solvencia. La integración comercial y financiera con el resto del mundo es el cuarto pilar.

<sup>120</sup> Conforme Punto 1.1.3.1 Sección 1. Normas sobre "Gestión Crediticia". Texto ordenado. Banco Central de la República Argentina

<sup>121</sup> Punto 6.1. Sección 6. Normas sobre "Clasificación de Deudores" Texto ordenado. Banco Central de la República Argentina

<sup>122</sup> Punto 6.2. Sección 6. Normas sobre "Clasificación de Deudores" Texto ordenado. Banco Central de la República Argentina

perspectivas de flujos de fondos a través de la información financiera, siendo las garantías un criterio relevante en segundo orden, algo que no se condice con la práctica habitual de los bancos.

La política de concentración de la banca implementada por el BCRA en particular de 1995 en adelante, en un contexto de globalización de la economía, tiene su reflejo en la situación actual. La banca nacional se divide en banca pública, representada básicamente por el Banco Nación, Provincia de Bs As y Ciudad, banca cooperativa (principal referente el Banco Credicoop) y banca privada nacional y extranjera. Con datos al segundo semestre del 2009, 89 bancos formaban parte del sistema financiero argentino. De esa cantidad, sólo 11 bancos<sup>123</sup> captaban el 90 % de los depósitos y otorgaban casi el 75% de los créditos.

En el año 1995 mediante la ley 24.485 se creó el Sistema de Seguro de Garantía de los depósitos<sup>124</sup> y a través del decreto 540/95 se creó el Fondo de Garantía de los Depósitos (FGD) y el Seguro de Depósitos S.A. (SEDESA). El FGD fue concebido con el propósito de asegurar los depósitos bancarios, y su ámbito de acción está definido en dicho reglamento. Por su parte el SEDESA actúa como fiduciario del FGD.

Sin dudas el sistema financiero argentino se ha ido fortaleciendo en los últimos años, sin embargo se presenta la siguiente paradoja: los bancos locales son actualmente seguros, con índices de liquidez y solvencia elevados (y raras veces alcanzados), pero los depósitos si bien suben a nivel nominal caen en términos reales y en plazos menores a otros períodos. Actualmente (fin de mayo 2010) más del 50% de los depósitos son colocaciones a la vista mientras que casi el 80% tienen un plazo de maduración menor a los tres meses, y estos son datos para todos los depósitos. Si se tomaran sólo los bancos privados, el 85% vence antes de los 90 días.

El BCRA utiliza la colocación de bonos para absorber liquidez. Actualmente se utilizan los Lebac y Nobac, y sus rendimientos sirven de referencia para las curvas de rendimiento de las instituciones bancarias.

---

<sup>123</sup> Estos 11 bancos son Banco Nación, Banco Provincia, BBVA Francés, Santander Río, Galicia, Ciudad, Standard Bank, Citibank, Credicoop, MacroBansud, HSBC, siendo por lejos el Banco Nación la entidad que más préstamos otorga.

<sup>124</sup> El sistema de Seguro de Depósitos procura garantizar a los ahorristas el poder disponer de su dinero en caso que la entidad financiera (donde está dicho depósito) no pueda cumplir con su obligación de pago. Las características de este sistema en ejecución en Argentina son: 1) Obligatorio y oneroso (todas las entidades financieras deben aportar al sistema, un porcentaje ya estipulado), 2) Preventivo (los montos necesarios para atender situaciones complejas se recaudan en forma anticipada) y 3) Limitado (el Sistema garantiza hasta 30 mil pesos por persona, cuenta y depósito). De ninguna manera se encuentran comprometidos los recursos del BCRA ni del Tesoro Nacional, sino que se limita a lo constituido por el FGD. El monto asegurado es de pesos 30 mil por cuenta, por depositante y por entidad participante. La garantía cubre la devolución del capital depositado y de sus intereses devengados hasta la fecha de revocación de la autorización para funcionar o hasta la fecha de suspensión de la entidad, si esta medida hubiera sido adoptada en forma previa a aquella, sin exceder -por ambos conceptos- la suma de pesos 30 mil. El total garantizado a una persona por acumulación de cuentas y depósitos, no puede superar el límite de pesos 30 mil, aclarando que la garantía opera siempre que la tasa pasiva pactada se encuentre dentro de los límites establecidos. Al haberse incrementado los depósitos bancarios entre 2007 y 2008, consecuentemente aumentó el FGD que pasó de pesos 275 millones en 2007 a pesos 342 millones en 2008; y esto es algo positivo ya que permite el fortalecimiento de dicho fondo.

Otra tasa de referencia para la economía es la tasa promedio que se paga por depósitos a plazo, valor promedio que se sigue a través de la tasa Badlar (actualmente en niveles en torno al 10% anual – datos a octubre 2010).

Las tasas de interés de las operaciones de pasajes del BCRA son otra referencia del mercado del dinero. Se calculan tanto para pasajes pasivos como activos para 1 y 7 días. Las tasas anuales rondan actualmente entre 9 y 9,5% para pasajes pasivos y entre 11 y 11,5% para pasajes activos.

Las tasas de interés en el mercado interbancario (call) son otra referencia fundamental ya que forman parte de la curva de rendimiento de las mesas de dinero de todos los bancos. El promedio de la tasa de interés en el mercado de pasajes entre entidades financieras (excluyendo el BCRA) a 1 día ronda actualmente el 9,5% anual.

### **- Breve Resumen comparativo**

El crédito al sector privado en la Argentina representa menos del 10% del total, y el crédito es asignado en función de variables tales como tamaño y edad de la empresa, y en menor medida por análisis de productividad y rentabilidad. Todo lo expuesto tiene una correlación directa con el tamaño del negocio bancario en el país. Los depósitos totales representan el 23% del PBI, mientras que en Brasil llegan al 60% y en Chile al 52%. Y respecto de los créditos otorgados, en la Argentina representan el 13% del PBI, mientras que en Brasil llegan al 55% del PBI, y en Chile al 87%. Lo expuesto explica parcialmente porque los servicios bancarios en nuestro país son, en términos relativos, caros.

El grado de bancarización de las pyme puede aproximarse analizando la cantidad de bancos con los cuales operan usualmente y el uso que hacen de determinados servicios financieros. Según el Observatorio Pyme, y aunque no coincide con un trabajo de campo desarrollado<sup>125</sup>, el promedio de las pymes industriales tienen cuenta corriente con actividad frecuente en 2-3 entidades bancarias, nivel inferior si se lo compara con las pymes italianas que operan en promedio con 5 bancos<sup>126</sup>.

Holden (1997) señala que el bajo nivel de créditos otorgados al sector privado en América Latina, y a pesar de que en los últimos años se ha producido un rápido crecimiento del volumen de crédito concedido por el sector bancario, contrasta con lo que sucede en Estados Unidos y Alemania, donde los créditos vivos igualan o superan al PIB. Incluso en Singapur y Tailandia, los dos países asiáticos con las economías de más rápido crecimiento, la ampliación del crédito acompaña al crecimiento de la economía.

Por otro lado, cuando se comparan los montos garantizados en EE.UU, Europa y Japón; surge una clara deducción que los depósitos en Argentina no cuentan con un nivel de garantía adecuado, ya que se limitan a 30 mil pesos. Si

<sup>125</sup> Cuestionario de diagnóstico financiero realizado para una muestra reducida de empresas y que se expone en la sección de administración financiera de pymes.

<sup>126</sup> Según datos del Osservatorio sulle Piccole e Medie Imprese, Capitalia.

esta garantía pudiera ser aumentada, es posible que muchos depósitos pudieran permanecer en el país y no darse a la fuga como sucedió hasta el mes de Septiembre de 2009. Personalmente no creo que se tome alguna medida para “fidelizar” los depósitos que ya están en los bancos, y son esperables nuevas fugas ante la eventualidad de situaciones complejas para nuestra economía.

Al consultar a expertos en materia de bancos he constatado cierta coincidencia de opiniones en referencia al estilo de trabajo de los bancos americanos en relación a los argentinos. En EE.UU. los bancos utilizan el criterio “Know Your Customer<sup>127</sup>” como herramienta fundamental de negocio, siendo aproximadamente 400 millones de habitantes en el país, mientras que aquí con una décima parte de dicha población no es utilizado este mismo criterio.

Es importante mencionar al Fondo de Garantía de la Seguridad Social (FGS), que heredó los activos que administraban las AFJP hasta que los fondos previsionales fueron estatizados a fines del año 2008. Desde ese momento se repatriaron inversiones en el extranjero y se aumentó el financiamiento al estado nacional. Si bien hay una comisión bicameral de seguimiento del FGS, no existe un control específico de cómo se deciden las operaciones en el mayor fondo que existe en nuestro país con un volumen de 150 mil millones de pesos. Alrededor del 60% de los recursos (más de 90 mil millones de pesos) están colocados en diversos títulos públicos nacionales. Se justifica tan elevado porcentaje señalando la comparativa con EEUU o España, con algunos fondos de seguridad social que tienen el 100% colocado en deuda pública. Durante 2008 y 2009 hubo oferta desde la banca pública y privada de líneas de crédito para empresas a tasa subsidiada hasta 1 año de plazo para capital de trabajo. Los bancos rápidamente colocaron los cupos que respectivamente manejaban, ofreciéndolo en general a su clientela VIP y en muchos casos a través de convenios de reciprocidad por contratación de servicios bancarios. La cartera actual del mayor fondo del país se encuentra dividida en depósitos en bancos (5%), títulos públicos (61%), acciones (11%), valores extranjeros (2%), proyectos productivos (8%), plazos fijos (8%), y saldo en otros varios.

---

<sup>127</sup> La Debida Diligencia para Conocer a su Cliente (KYC, por las siglas de su término en ingles “Know Your Customer), no es más que los controles y procesos de supervisión que tenga una entidad para saber quiénes son sus nuevos y antiguos clientes, a que se dedican y de donde proceden sus fondos, con la intención de evitar mantener relaciones comerciales con personas involucradas en delitos de lavado de activos, terrorismo, corrupción gubernamental, delitos relacionados con drogas, entre otros. El proceso de Debida Diligencia de toda entidad debe contener las siguientes políticas:

- Normas de Aceptación de Clientes
- Identificación de Clientes
- Creación de un Perfil del Cliente de las Actividades que Puede Desarrollar Dentro de la Institución
- Seguimiento a las Cuentas y Actividades que Realiza el Cliente Dentro de la Institución
- Manuales de Gestión de Riesgo y Manejo de Información

Mientras el BCRA en la Argentina puede financiar al tesoro nacional hasta un 12% de la base monetaria, tanto en Brasil como en Chile no pueden hacerlo.

En relación al problema del racionamiento del crédito, una diferencia importante entre la Argentina y los países desarrollados, es la inexistencia (en la Argentina) de líneas de largo plazo y otra es el nivel de tasas de interés disponible para las empresas.

Para finalizar este brief comparativo vale la pena recordar que en los últimos 40 años el volumen de crédito al sector privado en nuestro país no ha superado nunca el 25% del PBI. Hoy se encuentra en niveles cercanos al 12%, mientras que en países vecinos como Chile llega al 70%. Como señala la Fundación Observatorio Pyme “dos mundos, dos sistemas económicos”.

### **- Mutuales y Cooperativas de Crédito en la Argentina**

Se trata de entidades que no están reguladas por el BCRA<sup>128</sup>, sino por el INAES (Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social), además de todos los controles que operan para todas las empresas a través de la IGJ. El control del INAES es, en comparación a la regulación que hace el BCRA a bancos, mucho más limitada y se reduce al control de balances, actas y otras formalidades societarias.

Los bancos tienen muchas restricciones impuestas por el BCRA y a su vez imponen una serie de restricciones a los potenciales sujetos de crédito que no existen en las cooperativas. Por ejemplo, en bancos no son sujetos de crédito quienes tienen deudas impositivas o provisionales no regularizadas.

Tanto las mutuales como las cooperativas de crédito otorgan ventajas impositivas. En ambos casos no tributan impuesto a las ganancias, mientras que para las mutuales en particular tampoco tributan IVA e IIBB. En relación al impuesto a los débitos y créditos bancarios las cooperativas tributan completo (1,2%) mientras que las mutuales tributan solo el 0,5%.

Existen dos sectores de negocios básicos que son los créditos de consumo y el descuento de cheques. Una clasificación no taxativa de las cooperativas de crédito podría ser la siguiente:

- Grandes, estructura de personal aprox. 30 personas, volumen mensual de operaciones en torno a \$ 50 MM
- Medianas, estructura de personal aprox. 10-15 personas, volumen mensual de operaciones en torno a \$ 20 MM
- Chicas, estructuras promedio 5 personas, variable volumen mensual pero más limitado que los casos anteriores

Entre las cooperativas más importantes se pueden mencionar a Intercréditos, Catalinas y Concepción. Si bien hay numerosa presencia de

---

<sup>128</sup> Existe sin embargo un proyecto del BCRA para que las cooperativas pasen a ser cajas de crédito y queden bajo su órbita de control.



cooperativas en la Capital Federal, también hay una presencia importante de cooperativas de crédito en el interior del país.

En general no existe el otorgamiento de créditos directos a empresas. Sin embargo algunas cooperativas, en aquellos casos que tienen un adecuado conocimiento y confianza con alguna empresa, otorgan líneas con cheques propios lo cual se asemeja al otorgamiento de una línea de crédito clean bancaria.

El costo actual del fondeo bancario se ubica entre el 13 y 18% anual para una cooperativa mediana y depende del plazo de los cheques. Cada cooperativa tiene límites de crédito para descontar en los distintos bancos. Para ello evalúan la transaccionalidad con la cooperativa, la evaluación de su patrimonio a partir de sus EE.CC. El fondeo de las cooperativas se produce en general a partir de tres vías:

- venta de cartera de cheques en el mercado financiero. El costo de este fondeo es la tasa activa que le cobran los bancos
- colocación de Ticoca que se asimila a un plazo fijo bancario a 180 días con tasas reguladas por el Banco Nación. De todas formas no es una fuente masiva de fondeo.
- Aportes privados de inversionistas

El costo financiero para las pymes o personas físicas que descuentan cheques en cooperativas se ubica en 23-24% anual aunque hay clientes que pagan el 30% anual o aun más.

A nivel de mutuales y créditos personales las tasas suben abruptamente, existiendo aun actualmente (en un contexto de alta liquidez) tasas que oscilan el 15% mensual directo, ya que aun no existe una regulación completa de las tasas que cobran estas entidades (salvo para el segmento de jubilados en donde el Anses reguló una tasa máxima del 40% tna).

Si bien existe cierta morosidad de cartera (que rondaría el 10%) el nivel de incobrabilidad observado en los últimos años es bajo y está en línea con el nivel de default para el sector bancario (nivel en torno al 1%).

Los bancos, a diferencia de las cooperativas, tienen que tener una mayor estructura de rrhh para atender todos los servicios que ofrecen, atención a normativas BCRA y evaluación de riesgo crediticio entre otros temas. Sin embargo también se realizan negocios de gran volumen con los bonos de estado que no requieren de tanta estructura para su manejo (en general a nivel de mesas de dinero).

Un sujeto de crédito de una cooperativa solo presenta sus balances y la cooperativa saca un informe de riesgo crediticio del tipo veraz. No existe un legajo de crédito como en el caso de los bancos. Además habría que evaluar el nivel de capacitación profesional de los rrhh de los bancos que se ocupan del análisis de riesgo crediticio.

A nivel de mutuales existen los atractivos segmentos de préstamos Anses (Código de descuento Anses para jubilados) y segmento de empleados públicos (Código de descuento 691. Se trata de negocios de préstamos personales de cientos de millones de pesos (volumen total indefinido) manejados por pocas compañías financieras ya que el ingreso a este negocio es restringido.

También existe un mercado informal de crédito con operaciones por fuera del circuito formal de la economía en base a la creación de sociedades que se inscriben en la IGJ (a la que luego jamás le entregan balances) y a partir de las cuales les permite descontar cheques en el mercado.

En resumen, considerando su menor nivel de requerimientos (no existe regulación BCRA), su menor estructura necesaria para operar, el nivel de riesgo relativamente atomizado por su diversificación de cartera, y las altas tasas activas que cobran, es un mercado que se ha desarrollado, y si bien tiene los vaivenes como cualquier negocio financiero, presenta al menos actualmente ciertos atractivos. Para aquellas que necesitan fondeo a través de bancos la tendencia podría tender hacia la desaparición por un mayor control de INAES / AFIP, en cambio subsisten y subsistirán las que se financian con capital propio o de inversores privados fuera del circuito formal del crédito.

## **Mercado financiero y racionamiento de crédito a empresas**

El racionamiento puede tener su origen en condiciones de oferta, esto es, en factores relacionados al desarrollo, funcionamiento y características del sistema financiero<sup>129</sup>. Desde un inicio corresponde aclarar que las entidades financieras dejaron de lado su negocio primario de tomar depósitos y dar créditos, y por lo tanto desarrollar una política de racionamiento de crédito y perder algunos clientes les resulta mucho más rentable que asumir el riesgo o implementar los mecanismos de control adecuados para reducirlo.

En el mercado de crédito el racionamiento puede tener su origen en la capacidad de información limitada y los fallos en los mecanismos internos de decisión que presentan la mayoría de entidades de crédito. En general, la demanda de recursos es muy amplia y heterogénea. Son muchas las empresas de características diferentes que pertenecientes a sectores de actividad diversos concurren al mercado de crédito en búsqueda de recursos financieros. Las entidades de crédito tienen dificultades para tener un conocimiento detallado de las oportunidades de inversión y rentabilidad que ofrece cada sector de actividad, máxime cuando se trata de proyectos desarrollados en el seno de PYME. En estos casos, no suelen existir informes especializados realizados por expertos externos, ni el banco suele efectuar una evaluación especializada del riesgo con sus propios recursos. En consecuencia, las

---

<sup>129</sup> En el contexto de la Unión Europea diversos estudios han señalado que la estructura financiera de la empresa y, por ende, su problemática financiera parece depender en mayor medida del sistema y las prácticas de financiación del país en el que opera la empresa que de las características de la misma como tamaño, antigüedad, reputación, rentabilidad o sector de actividad.

decisiones son adoptadas tomando en consideración los estudios e información suministrada por la propia PYME.

La elección que se discute consiste en determinar si usamos la banca o el mercado. Lo que significa la opción entre accesos indirectos o directos. Estos últimos conectan directamente a los prestadores con los tomadores. Son fundamentalmente las bolsas de valores y los mercados abiertos: acciones u obligaciones negociables.

Pese a los problemas mencionados, el acceso llamado indirecto, que es el más usual y objeto de mi trabajo, capta los fondos y los canaliza a través de los bancos.<sup>130</sup> Ahorristas y prestatarios vinculados a través de las instituciones financieras. Los bancos son la alternativa más utilizada por las empresas para tomar deuda, pero no tanto por sus virtudes, sino porque la opción del mercado de capitales no es realmente una opción viable dado la falta de instrumentos atractivos<sup>131</sup> y el alto grado de dificultad para cumplir con todos los requerimientos que este mercado exige. El fracaso del mercado de capitales tiene su origen, fundamentalmente, en los grandes requisitos exigidos para la admisión a cotización oficial que debe de cumplir las empresas para que sus títulos coticen en estos mercados.

Las empresas que si utilizan el mercado de capitales son las grandes cadenas de distribución, que mediante la utilización recurrente de fideicomisos financieros (securitizando los cupones de tarjetas de crédito), toman fondos en el mercado de capitales a tasas sustancialmente menores a lo que luego cobran a sus clientes usuarios finales<sup>132</sup> y a su vez utilizan el capital de trabajo de las pymes para fondearse.

Hasta los años 2001-2002 y considerando la interdicción financiera el negocio de los bancos se centraba en maximizar el nivel de transaccionalidad con cajas de ahorro y cuentas corrientes y el spread de tasas por sobre el costo de los depósitos. A partir del default de la Argentina en 2001, empiezan a tener una importancia cada vez mayor los servicios bancarios, tarjetas de crédito personales y corporativas, seguros, comercio exterior, a lo que se suman las comisiones y gastos bancarios varios. Los ingresos por servicios, que hace algunos años se tomaban como ingresos para compensar los gastos de estructura (en una relación uno a uno), actualmente son un factor clave en la rentabilidad de las entidades financieras. Actualmente el target de ingresos por servicios / gastos de estructura, en muchos bancos, supera la relación dos a uno y forma parte de la negociación por líneas de crédito a empresas. En los anexos se pueden observar cuadros de dos bancos privados con detalle de ingresos por servicios.

---

<sup>130</sup> A su vez los bancos operan en mercado de capitales ya que son agentes MAE para las operaciones de mayor volumen y a su vez la mayoría de los bancos tienen sociedades de bolsa. Esto implica que no tengan costo de entrada y salida por compra y venta de activos financieros en el mercado de capitales.

<sup>131</sup> No se incluye el segmento de negocios de descuento de cheques a través del mercado de capitales que ha tenido un desarrollo relevante. Sin embargo este segmento de cpd (avalados o patrocinados) no agregaría una alternativa de crédito para pymes, sino que compite con el mercado ya desarrollado en bancos.

<sup>132</sup> Estas cadenas de distribución también se financian con sus proveedores pyme pagándoles a plazo de 30-60-90-120 cuando compran sus productos y venden cash a sus clientes o financiando a través del fondeo obtenido en el mercado de capitales.

A partir del año 2005, nuevamente cobran importancia los ingresos financieros por tasas de descubierto, descuento de cheques y financiación tarjetas de crédito, y siempre se mantiene la importancia del target de transaccionalidad.<sup>133</sup> En algunos de los bancos consultados el target de transaccionalidad (medido por el cociente entre la suma de depósitos en cuenta corriente más cajas de ahorro dividido la suma de depósitos totales) varía entre el 50 y 60%. Esto implica que más de la mitad de los fondos recibidos de empresas y público, procuran que sean no remunerados (aunque cabe considerar el nivel de encajes del 4%). Asimismo los bancos no tienen incentivo en tomar cajas de ahorro en dólares ya que no se puede prestar en dicha moneda. Sólo les sirve lo transaccional en pesos y ello deriva en los bajísimos rendimientos a las colocaciones en moneda americana.

Cabe también considerar la importancia para los ingresos de los bancos de los préstamos minoristas provenientes de:

- descubierto
- tarjetas de crédito
- préstamos personales
- préstamos hipotecarios / prendarios
- compra de documentos
- refinanciación de préstamos

Y la importancia de las comisiones y gastos cobrados por los siguientes servicios:

- mantenimiento de paquetes
- plan sueldos
- cobranzas por servicios
- cambios moneda extranjera
- comisiones por operaciones títulos públicos
- chequeras
- cajas de seguridad
- gastos de franqueo
- originación de préstamos
- pedido de tarjetas de crédito
- valores al cobro
- red banelco
- seguros
- comercio exterior

Algunos de los indicadores de gestión mediante los cuales los gerentes de sucursales son evaluados son:

- Comisiones / Gastos
- Préstamos / Paquetes
- Paquetes / empleados de sucursal

---

<sup>133</sup> Por transaccionalidad me refiero a los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro, es decir aquellos fondos no colocados a plazo y de libre disponibilidad para los depositantes (no remunerados o remunerados a tasas muy bajas).

Hemos ingresado en un terreno en el cual, a la hora de negociar líneas de crédito con entidades bancarias entran en juego otras variables<sup>134</sup>, y ya no exclusivamente el nivel de riesgo de la empresa y su posibilidad de repago de los préstamos. Si bien el ingreso financiero a través de las tasas de interés es el ingreso más importante, buena parte de este proviene de las tasas de descubierto, de las tasas por descuento de cheques y la financiación de saldos de tarjetas de crédito. Las instituciones financieras trabajan sobre la base de tres costos:

1. los costos financieros pagados a los depositantes;
2. los costos no financieros de funcionamiento, cuya magnitud dependerá de la capacidad gerencial;
3. el riesgo de default de los prestatarios.

El sistema de incentivos tiene presente los siguientes elementos: tasa de interés, garantías y plazos de deuda. Por un lado, el banco desea establecer la mayor tasa posible de acuerdo con el criterio de la maximización del beneficio. Por el otro, al establecerse una tasa de interés elevada, el banco puede atraer a los demandantes de créditos más riesgosos. Los demandantes del crédito tenderán a exponer los beneficios del proyecto mas no sus riesgos asociados, profundizándose el problema de selección adversa.

La exigencia de una garantía<sup>135</sup> o colateral por parte de los bancos constituye un mecanismo para reducir parte del riesgo moral que rodea el contrato de crédito. La misma reduce los incentivos de los prestatarios para dejar de cumplir con sus obligaciones, incrementado los incentivos para dedicar esfuerzos al proyecto.

Los bancos no cuentan con unidades especializadas o con tecnología crediticia apropiada para la evaluación de Pymes. Sobre todo, no existe interés en hacerlo debido a la idea preestablecida en los bancos de que las Pymes son más riesgosas debido a la alta tasa de mortalidad que presentan. Por el lado de las Pymes, el problema reside en su sistema de información, dado que es común que presenten problemas de confiabilidad.

No obstante, el problema de información asimétrica tiende a reducirse cuando las Pymes trabajan diariamente con un banco. Es decir, los bancos cuentan con la ventaja comparativa que reside en la variedad de servicios transaccionales tales como la provisión de cuentas corrientes, pagos de salarios, servicios de cash managment, entre otros.

La falta de personal especializado en los bancos y en las Pymes agudiza el problema de información asimétrica. No obstante, y pese a la gravedad que

---

<sup>134</sup> Un ejemplo de oferta de crédito de corto plazo para cliente pyme con transaccionalidad en un banco es "Línea adicional de financiación para atender necesidades estacionales de pago de aguinaldo con financiación de hasta 180 días amortizable en 6 cuotas mensuales o con pago íntegro a los 120 días de plazo, ambos con una tasa fija del 13,50% anual para aquellas empresas que abonen sueldos a través de banca empresaria de nuestro banco" (junio 2009). Pueden observarse diferencias de tasas desde el 3% en adelante entre empresas con y sin personal bancarizado, aplicando niveles mínimos de porcentaje de plantilla total bancarizada.

<sup>135</sup> La voluntad de ofrecer garantías constituye una señal para el banco de que el empresario cree que el proyecto será un éxito y de que se compromete con su emprendimiento.

implica para la economía la falta de financiamiento adecuado para empresas, es poco lo que se hace para cambiar la situación. Se observa que los bancos poseen escasa experiencia y/o insuficiente personal capacitado para evaluar el estado de situación y los proyectos de inversión de las pequeñas empresas en cuestión.

Las empresas pyme no representan una demanda atractiva para los bancos dado que los montos solicitados suelen ser relativamente bajos en comparación a las grandes empresas, por lo que el costo por peso prestado se eleva y esto puede hacer aumentar el costo de financiamiento.

Las Pymes esperan un tipo de servicio que los grandes bancos no pueden brindar, tal como la posibilidad de dialogar con funcionarios con capacidad de decisión. En el caso de los grandes bancos la centralización de las decisiones limita las facultades del personal de sucursales. También cabe recordar que cuando más relación tengan las empresas con el banco por otros temas distintos al préstamo, mayor conocimiento tiene el banco de la empresa, facilitando de este modo la obtención de fondos.

Es frecuente que las Pymes carezcan de una contabilidad bien organizada y de procedimientos de información y auditoría, lo que se constituyen en una fuente de información sustancial para los bancos sobre las condiciones de la empresa. Además, la situación empeora si la empresa cuenta con una estructura administrativa reducida y polivalente y con pocos directivos experimentados en la parte financiera.

Los préstamos concedidos por los bancos dependen de la capacidad disponible de los bancos, sabemos que su magnitud depende de la creación de moneda, a través de los multiplicadores monetarios. Pero también sabemos que, la totalidad de los depósitos de los bancos, dependen positivamente de la cantidad de la base monetaria y negativamente del coeficiente de reservas y de la elección del público entre circulantes y depósitos. Si bien el actual contexto de la Argentina (año 2010) se caracteriza por un nivel de liquidez relativamente alto<sup>136</sup> en comparación a otros años, las restricciones en el acceso al crédito se mantienen, aun habiendo fondos disponibles en las instituciones financieras.

El total de M2 (circulante del público más los depósitos) depende positivamente de la cantidad de la base monetaria y del multiplicador de M2. Y este último depende negativamente del coeficiente entre circulante y depósitos

<sup>136</sup> M1 está compuesto por Billetes y Monedas en poder del público y Depósitos en Cuentas Corrientes (neto de Utilización de Fondos Unificados). M2 está compuesto por M1 y Depósitos en Cajas de Ahorro. M3 está compuesto por M2 y Depósitos a Plazos Fijos. Reservas sistema financiero es la sumatoria de las Reservas Internacionales del BCRA y, exclusivamente, los depósitos en corresponsales del exterior que las entidades financieras constituyen para la integración de los requisitos mínimos de liquidez (desde el viernes 25/08/06 el BCRA informa sobre depósitos, préstamos y reservas internacionales, semanalmente con retraso de 7 días)

Indicador	Fecha	Valor	Var a/a
M1	04 Junio 2010	200,602.00	30.24
M2	04 Junio 2010	254,386.00	28.05
M3	04 Junio 2010	273,381.00	31.45
Reservas sist financ	04 Junio 2010	191,819.01	10.23

(c) y del coeficiente entre reservas y depósitos. En teoría si se incrementa el valor de M2 se conseguiría que el sistema bancario otorgue más créditos. Pero el tamaño de M2 depende del multiplicador y de la base monetaria. Cuando crecen, así también lo hace M2. El multiplicador es afectado por el coeficiente c (elección del público entre circulante y depósitos). A mayores depósitos mayores disponibilidades de los bancos. Por lo tanto a mayor monetización y bancarización de la economía, mayores serán las posibilidades del sistema para otorgar préstamos.

Las empresas se dividen en segmentos de negocios para los bancos. Una de las terminologías utilizadas las divide o clasifica en MICROPESES, MES y CORPORATIVO. El banco Credicoop es líder en el segmento de empresas más pequeñas (MICROPESES), si bien actualmente se observa una política agresiva para captar clientes por parte del Santander Río, BBVA Francés y Galicia. El banco Galicia es a su vez líder en segmento MES y el Santander Río es líder en segmento corporativo (empresas grandes<sup>137</sup>).

Hace ya algunos años que se observa una clara tendencia hacia la centralización de las decisiones crediticias en las casas matrices y estas organizaciones (con estructuras piramidales altas) solucionaron las comunicaciones con sus sucursales estandarizando la decisión de conceder o no una línea de crédito, través de un paquete que contenía la información a cotejar. Más aun los contactos empeoraron por la modalidad que implicó la puesta en marcha de una permanente rotación de los gerentes de las sucursales de los bancos de mayor tamaño.

Según se pudo constatar a través de entrevistas realizadas con gerentes de sucursal de algunos bancos privados, existen limitaciones severas en lo que hace al otorgamiento de diversos productos financieros fuera de lo que es casa central. Por ejemplo los préstamos a largo plazo no son otorgables por un gerente de sucursal, en general a lo sumo pueden llegar a aprobar un préstamo prendario a 36 meses. Asimismo los acuerdos que se otorgan a las empresas en una especie de "combo" de productos, lo definen el ejecutivo comercial y el ejecutivo de riesgo de casa central, pudiendo estar o no de acuerdo con lo presentado por sucursal (también puede existir lo que llaman acuerdo con discrepancias), y eventualmente puede llegar a exponerse al directorio del banco.

Suele sostenerse que la AI se atenúa cuando el deudor mantiene una relación permanente con el prestamista que lo atiende en una relación de largo plazo, al nutrirse no solo de información económico – financiera, sino también y fundamentalmente por las operaciones cotidianas de préstamos, cuentas transaccionales y todo tipo de servicios. En tal situación, una entidad financiera minimizará su exposición a medida que observe el deterioro paulatino de una firma.

Más allá de la limitación operativa a los gerentes de sucursal para la toma de decisiones, tampoco desde casa central se aprueban demasiados

---

<sup>137</sup> Empresas segmento corporativo o grandes difiere de clasificación sepyme de empresa grande ya que en general ubican aquí a las empresas con facturación superior a \$ 100.0 120 MM anuales.

créditos a largo plazo. La curva de costos, base de toma de decisiones del precio del dinero, se está haciendo en general hasta dos años de plazo. Esto equivale a decir que no están considerando una opción mayor a ese plazo desde las mesas de dinero y por ende es poco y nada la oferta de líneas de largo plazo desde las sucursales adonde van a consultar las pymes. La siguiente tabla muestra un ejemplo de curva de costos de un banco privado de primera línea de la Argentina (Medición interna de resultados / tasa interna de transferencia).

<b>Plazo</b>	<b>Producto tomado como tasa de referencia</b>
1 día	Call a 1 día (préstamo entre bancos)
7 días	Call a 7 días
Hasta 90 días	Plazos fijos
Hasta 180 días	Plazos fijos (siempre que haya colocaciones representativas)
Hasta 360 días	Rendimiento de letras BCRA – Ej. LEBAC
Hasta 2 años	TIR diferentes bonos públicos

Normalmente hasta 180 días utilizan para evaluar y definir tasas para préstamo el costo de captación del dinero. A partir de dicha fecha se considera el costo de oportunidad de colocar los fondos en el estado, sea a través de títulos públicos o de letras BCRA.

Por otro lado los pases activos del BCRA (o alternativa vía redescuentos) a un día cuestan actualmente (datos a junio 2010) 9,5% y a siete días 10%. Mientras en la Argentina es mala palabra tomar redescuentos, en países como EEUU a través de la FED es algo habitual. En Argentina en su lugar se realizan las operaciones entre bancos.

Los fondos prestables provienen básicamente de depósitos a plazo fijo, a lo que se debe restar el encaje remunerado por el BCRA. Al costo del dinero que se paga a los ahorristas hay que sumarle ingresos brutos y el costo de SEDESA por la garantía de depósitos del BCRA<sup>138</sup>. De hecho los bancos obtienen los fondos de las siguientes fuentes:

- Depósitos del público
- Depósitos de empresas
- Préstamos entre bancos
- Operaciones con el BCRA (pases, redescuentos, ventanilla de liquidez, adelantos en cuenta)
- Fondos de organismos internacionales<sup>139</sup>

Y colocan los fondos en:

- Préstamos al sector público (bonos del estado - Títulos públicos como Boden 2012, Bogar, Bocan)
- Pases pasivos al BCRA

<sup>138</sup> El costo de SEDESA tiene que ver con la calificación CAMEL (ahora CAMELBIG) que tiene cada banco y que guarda relación con las normas de Basilea.

<sup>139</sup> El Banco Nación, el BICE y el Credicoop por ejemplo tienen su propia línea con el BID (Banco Interamericano de Desarrollo).



- Títulos, Notas y Letras del BCRA
- Préstamos a empresas (corporativo, medianas, pequeñas)
- Préstamos a personas

Todos los bancos realizan un presupuesto, que incluye las políticas de captación de depósitos y colocación de fondos, y establecimiento del spread mínimo, y habitualmente este proceso tiene revisión trimestral.

Y en la política de captación y colocación de fondos cobra notable importancia la actuación de las mesas de dinero de los bancos. En la mesa de dinero de un banco participan los vendedores, que tienen contacto habitual con empresas para ofrecer y tomar fondos, el sector de programación financiera (o Money market), los traders, que operan con el mercado de capitales (Bolsa), otros bancos, cambio, manejo interno de fondos, son básicamente los encargados de captar fondos y quienes manejan el precio del dinero a través del mercado interbancario (call) y la bolsa (cauciones).

Mientras el gerente financiero de la mesa recibe la información de la situación de depósitos y préstamos desde la contabilidad central y va fijando diariamente su política, en cambio las sucursales tienen su target de tasas pero siempre deben tomar depósitos y prestar fondos. La mesa de dinero toma depósitos mayoristas<sup>140</sup> básicamente provenientes de:

- todas las compañías de seguros
- Anses
- grandes empresas

Los excedentes de pesos son ofrecidos por el trader al mercado (call entre bancos), los vendedores los ofrecen a empresas a todo tipo de plazos incluyendo también descubiertos por uno o dos días a grandes empresas que pagan costo de call mas medio punto (0,5%).

Los vendedores y hasta nivel de jefatura de vendedores pueden normalmente otorgar préstamos hasta un año de plazo, los oficiales de cuenta con el acuerdo de mesa de dinero (programación financiera o Money market y trader), puede otorgar plazos mayores a un año. Esto significa que las líneas de largo plazo, si bien pueden obtenerse en sucursales siempre requieren de la autorización de la mesa de dinero<sup>141</sup>.

Desde el lado del colocador de fondos, no siempre se obtienen mejores tasas en las mesas de dinero, es decir el lugar donde pueden colocar las grandes empresas. Hay momentos que un minorista, en la sucursal, por una colocación menor puede obtener mejor tasa que en la mesa de dinero. En cambio a nivel de solicitud de fondos en general tiene ventaja quien tiene acceso a la mesa de dinero de un banco.

Actualmente (datos a junio 2010) las grandes empresas (Techint o Telefónica como ejemplo) están tomando fondos al 14 o 14,5% en pesos a

<sup>140</sup> Antes de la estatización de las AFJP, estas constituían una fuente importante de fondeo para las mesas de dinero.

<sup>141</sup> Con la aclaración que esta política difiere entre los distintos bancos.

pocos días (símil descubierto). Considerando que algunas pymes, para préstamos amortizables, están tomando fondos al 13% y para descubiertos al 17-18% anual, esto me permite inferir que no se observa actualmente racionamiento por la vía de precios. Si en cambio se mantiene el racionamiento en cantidad. Respecto al racionamiento en plazo es general para todos los segmentos de empresas y tiene que ver, como mencioné anteriormente, con la curva de costos y rentabilidad que los bancos actualmente hacen, que llega hasta los dos años de plazo. No les interesa prestar, en general, a plazos más prolongados.

En el caso de los bancos el tema del riesgo moral tiene más de un camino. Va entre prestamista y prestatario y entre ahorrista y prestamista. El estado deberá monitorear a los bancos a través de normas impartidas por los bancos centrales para que las instituciones mantengan niveles mínimos de liquidez y niveles prudentes de riesgo en cartera. Ya se ha escrito sobre las ventajas y desventajas del efectivo mínimo exigido, de la garantía estatal pasando de ninguna al cien por ciento de los depósitos. Las posiciones van desde los liberales que no quieren ninguna garantía, hasta las sustentadas por los intervencionistas que pretenden que la garantía sea total.

Los estados han recomendado a nivel internacional la aplicación de medidas que pretenden atemperar los riesgos exigentes de los mercados financieros. Esa preocupación dio origen a normas (Basilea) cuya aplicación se sugiere para todos los países donde rijan normas de mercado, y tienen como propósito específico lograr que las entidades financieras pongan límites a los riesgos asumidos.

Solía utilizarse el método llamado CAMEL<sup>142</sup> para fijar niveles mínimos de liquidez exigidos a un banco, que estarán en función de sus activos y de los niveles de riesgo asociados a sus préstamos. En la Argentina el BCRA está calificando a los bancos actualmente con el sistema CAMELBIG<sup>143</sup>, y esta normativa tiene un efecto directo sobre las entidades financieras, e indirecto sobre las pymes, ya que como los niveles guardan relación con los riesgos asumidos existe una variable que directamente raciona a las pymes.

Las normas que procuran fortalecer la solvencia de los bancos atentan, pero no constituyen el motivo principal del racionamiento de crédito al segmento pyme. Los encajes por ejemplo tienen que cumplirse en promedio mensual, no en forma diaria, lo cual otorga cierta flexibilidad de manejo a los bancos.

---

<sup>142</sup> CAMEL (Capital, Asset, Management, Earning and Liquidity) El método de evaluación de CAMEL, consiste en medir y analizar cinco parámetros fundamentales: Capital, Activos, Manejo Corporativo, ingresos y Liquidez. Dicha evaluación es utilizada principalmente en el sector financiero para hacer mediciones de riesgo corporativo. Fue un método adoptado por los entes reguladores de la Banca Norteamericana, con el fin de evaluar la solidez financiera y gerencial de las principales entidades comerciales de los Estados Unidos. CAMEL hace la revisión y calificación de cinco áreas de desempeño financiero y gerencial: Idoneidad de Capital, Idoneidad de Activos, Manejo Gerencial, Estado de Utilidades, y Liquidez Administrativa.

<sup>143</sup> C Capital - A Activos - M Mercado - E Earnings o Ganancias - L Liquidez - B Business o Negocio - I Interna Control o Controles internos - G Gerencia. Cada componente se evalúa de 1 a 5 (mejor a peor) y luego en base a esto se otorga la calificación CAMELBIG a las entidades (no es un promedio simple de la calificación de los componentes). La calificación no es pública pero los clientes de las entidades les pueden exigir a éstas que les informen la nota asignada por las respectivas calificadoras de riesgo.

Afecta más a las pymes que no exista un límite para colocar fondos en letras BCRA (no se pueden colocar fondos en letras emitidas por las provincias y/o la ciudad de Buenos Aires), o que exista un alto porcentaje admitido para colocación en títulos públicos. Si la liquidez decrece, estas alternativas de colocar fondos en el estado (a estos efectos el BCRA está considerada como la tasa libre de riesgo para el mercado argentino) no solo esteriliza moneda para frenar la inflación, sino que resta disponibilidad de fondos para las empresas privadas.

Independientemente de las normas BCRA, los bancos de primera línea toman decisiones estratégicas respecto a la posición máxima de descalce de fondos y manejan índices de activos líquidos o como afrontar los vencimientos potenciales de los próximos 30 días. Se consideran activos líquidos (con Vto. dentro de los próximos 30 días) a los depósitos a la vista, caja de ahorro, y plazos fijos que van venciendo. Por ejemplo el HSBC por disposición de casa matriz exterior dispone un mínimo del 17% de activos líquidos disponibles. Reitero que no es una normativa BCRA pero lo hacen algunos bancos con prestigio internacional para poder enfrentar potenciales corridas como la del año 2001. Si bien estos activos líquidos son vencimientos potenciales inmediatos, estadísticamente los depósitos transaccionales o a la vista (depósitos en cuenta corriente o caja de ahorro) son menos volátiles, se mantienen más estables que el resto incluso en las crisis. Otro dato estadístico es que los minoristas son más fieles colocadores que los mayoristas y por ende se los trata de mantener con buenos ofrecimientos de tasas a través de las sucursales.

El seguimiento de los acuerdos de descubierto es muy utilizado por los bancos para la calificación de las empresas. Si se producen reiteradas utilidades de acuerdos en exceso, es práctica de algunos bancos el otorgamiento de préstamos amortizables a un año de plazo sin renovación y cuyo objetivo es el corte de relación crediticia con la empresa. Son los llamados préstamos financieros de salida, con uso muy frecuente también en situaciones de iliquidez y/o crisis como método para recorte de líneas de crédito a empresas.

Recientemente se presentó un proyecto<sup>144</sup> para modificar la ley de entidades financieras que rige en nuestro país desde el año 1977. La ley busca desconcentrar el sistema bancario y establecer una serie de normas acerca de la conformación de los bancos, y según manifiestan los impulsores del proyecto buscan edificar un sistema de regulación financiera similar al aplicado en países como Brasil y Chile.

Uno de los puntos salientes es el límite al market share que puede tener un banco. Ninguna institución podrá concentrar más del 8% de los depósitos y préstamos del sistema. También se establece un mínimo del 38% que debe ir destinado al sector de Pymes y un 2% para microemprendimientos. A su vez

---

<sup>144</sup> Diputados del bloque Nuevo Encuentro liderado por Carlos Heller presentó un proyecto para modificar la Ley de Entidades Financieras vigente desde el año 1977 cuando durante la dictadura militar fue impulsada por el entonces ministro de Economía, José Alfredo Martínez de Hoz.

las tasas de interés de los préstamos para las pequeñas empresas no podrán superar el 5% de la tasa media del sistema financiero. Un tope similar regirá para los préstamos personales hasta 100 mil pesos.

En el documento que presentan los impulsores de la norma, se declara al sistema financiero como un “servicio público”. En ese sentido se buscará cubrir aquellas zonas geográficas que no están siendo atendidas o cubiertas por los bancos y se premiará a aquellas instituciones que presten servicios en zonas con menor densidad poblacional. Además se creará un fondo de compensación con los aportes de las entidades bancarias.

Todas las disposiciones del BCRA surgen inicialmente de una Comunicación del tipo A, que constituye la normativa en sus aspectos globales. Luego a través de las Comunicaciones del tipo B, se reglamentan las normativas del tipo A, vale decir que la Comunicación B cumple el rol de llevar las ideas políticas a la realidad y con la mayor transparencia posible.

El BCRA, a través del sistema de subasta electrónica Siopel, asigna los fondos de las distintas líneas especiales por tasa y/o plazo que surgen del gobierno o de acuerdo con bancos del exterior como el BID<sup>145</sup>. Existe una falta de criterio claro respecto a cómo armar el costo financiero total, ya que los bancos agregan todo tipo de gastos y erogaciones para llegar al valor final y el BCRA no puede actualmente controlar esto.

Si bien los créditos a empresas están subiendo, por el momento todo se lo llevan las líneas de corto plazo. El gobierno, consciente de la inexistencia de líneas de largo plazo para empresas en la banca argentina, a través del BCRA acaba de anunciar (mayo 2010) un plan para que las empresas puedan acceder a líneas de crédito a 5 años de plazo y a una tasa inferior al 10% anual para inversiones en activos fijos con el objeto de hacer crecer la producción nacional en varios sectores de la economía. En principio el BCRA abrirá una ventanilla para ofrecer a los bancos una línea de préstamos bajo la figura de adelantos por los que les cobraría el mismo interés del costo de los pasajes actuales que es de alrededor del 9% anual.

Más allá del aparente crecimiento del financiamiento bancario dentro de la estructura de activos de las pymes, las empresas no gozaron de un mayor apalancamiento financiero en apoyo de su crecimiento en ventas. De hecho, puede observarse en la siguiente tabla, una disminución en el ratio deuda financiera / ventas, y se mantiene la retención de utilidades como la principal fuente de financiamiento, y si bien hubo crecimiento para las empresas en el período analizado, no se ha avanzado en una profundización del apoyo bancario.

---

<sup>145</sup> Banco Interamericano de Desarrollo. En el caso del Bid se distribuyeron recientemente fondos para las provincias de San Juan y Mendoza por el sistema Siopel. El problema es que los bancos se fondearon al 9% y el costo financiero total (CFT) llegó al 16%. Este es otro ejemplo en donde se observa la necesidad de que el BCRA controle el CFT.

Período	Ratio deuda financiera / ventas
1996/1998	12,9% (promedio del período)
2005/2006	9,9%
2006/2007	7,2%
2007/2008	9%
2005/2008	8,7% (promedio del período)

Fuente: Fundación Observatorio Pyme

Larran et al (2010) evalúa, en base a un estudio empírico en España, los factores del racionamiento de crédito a pymes y formulan las siguientes hipótesis de trabajo:

- En el mercado de crédito existen restricciones de crédito para las empresas de menor tamaño
- Las empresas no perciben correctamente el racionamiento de crédito bancario
- La vinculación de la empresa con la entidad financiera reduce su costo financiero
- El número de entidades con las que trabaja habitualmente la empresa está relacionado con su costo financiero
- El racionamiento de crédito es menor si aumenta la duración de la relación con la entidad financiera habitual.

En el próximo capítulo al evaluar los resultados de los trabajos de campo se podrá observar que solo algunas de estas hipótesis podrían ser convalidadas para el caso de las pymes argentinas y su acceso al crédito bancario.

En base a lo expuesto se puede señalar que:

- Los bancos tienen la tendencia de otorgar plazos cortos dado que tienen mayor capacidad de control, reduciendo de ese modo el problema de riesgo moral. No obstante, el establecimiento de plazos cortos tiende a aumentar los niveles de morosidad debido a que las empresas destinan estos fondos a proyectos de largo plazo. Es decir, las firmas financian sus inversiones de largo plazo con varios préstamos de corto, generando de este modo, un esquema de endeudamiento / apalancamiento bastante peligroso;
- Cuando nos preguntamos porque no hay líneas de crédito de largo plazo, la decisión de los bancos es simple, para qué asumir riesgos a largo plazo en un contexto económico siempre incierto y dada la falta de políticas de incentivo desde el BCRA;

Entonces, al analizar los obstáculos de las Pymes para acceder al financiamiento bancario, se debe remarcar la existencia de la brecha financiera es en parte propia del mercado de crédito bancario independientemente del tamaño de la empresa solicitante de fondos.

Sin un sistema financiero de tamaño adecuado, el sistema productivo sólo funciona mediante la existencia de rentabilidad extraordinaria. Esta

reflexión inicial no significa que los bancos en Argentina no hayan avanzado en su labor de penetración en las pyme industriales, ya que como lo demuestran los datos vertidos precedentemente, el crecimiento de la participación del crédito bancario en el financiamiento de la inversión productiva de las Pyme industriales pasó del 8% en 2005 al 25% en 2008. El esfuerzo del sistema bancario tiene su límite estructural en la pequeña dimensión del mercado del crédito en Argentina.

### 3.3) El problema de la evasión fiscal

Las pequeñas y medianas empresas necesitan del crédito pero se les dificulta obtenerlo por potenciales problemas de asimetría de información, que podrían manifestarse por ejemplo en la forma de operaciones informales que no son correctamente expuestas por aspectos impositivos y/o relacionados con la seguridad social, o por déficit en la preparación de información de soporte en la gestión.

A nivel de régimen fiscal, salvo el esquema de ley de monotributo, que establece un régimen de pago de impuestos simplificado, el esquema tributario argentino en ningún caso establece un régimen especial o simplificado para las pymes. Contrasta esta postura con la política de Brasil, donde el tratamiento diferencial para las pymes tiene garantía constitucional<sup>146</sup>.

La constitución jurídica de las pymes evidencia el grado de informalidad con la que operan<sup>147</sup>. En general, en el segmento más pequeño dentro del mundo pyme prevalecen las firmas unipersonales o sociedades de hecho, antes que las sociedades anónimas y/o sociedades de responsabilidad limitada (formas societarias que prevalecen en pymes industriales con trayectoria superior a los diez años). Las sociedades regularmente constituidas están sujetas a una serie de controles y procedimientos que son ajenos para las sociedades irregulares (sociedades de hecho) y las empresas unipersonales, lo cual facilita la economía informal en este tipo de organizaciones.

Las pymes en general utilizan la evasión fiscal como fuente de generación de fondos y financiación de su actividad. En la República Argentina, la evasión fiscal resulta uno de los síntomas más evidente de la falta de desarrollo como Nación, máxime que la misma pone de manifiesto la actitud que asumen los individuos frente a las obligaciones con la comunidad de la que forman parte. Claro que previamente es necesario implementar un sistema impositivo con varios atributos: los impuestos deberán hacer que los individuos sean tratados en forma justa, que se minimicen las interferencias en las decisiones económicas y que no se impongan excesivos costos a los contribuyentes.

La evasión de impuestos o de seguridad social (por empleo informal) puede dar lugar a la existencia de pasivos potenciales y contingentes para las

<sup>146</sup> Artículo 170 de la constitución del año 1988.

<sup>147</sup> No tengo elementos para aceptar o rechazar la hipótesis generalizada de que empresas unipersonales o sociedades de hecho tienen un mayor nivel de informalidad, si bien la práctica cotidiana lo podría llegar a convalidar.

empresas, que significan una forma de financiamiento<sup>148</sup>, y que obviamente pueden afectar la capacidad de repago de este segmento de pequeñas y medianas empresas. En la medida que la información provista es completa, transparente y fácil de contrastar con la realidad, este tipo de situaciones puede ser minimizada.

A nivel de informalidad del empleo se presentan, entre otras, las siguientes situaciones, que en todos los casos generan pasivos contingentes para las firmas:

- exceso de horas extras en relación al máximo permitido en convenios;
- pago de horas extras “en negro”<sup>149</sup>;
- pago de adicionales salariales o premios “en negro”;
- personal part time y full time sin registrar (es decir totalmente “en negro”);
- contratación de servicios de terceros cuyos empleados no tienen situación regular;
- reducción de horas trabajadas reales y de categorías con el objeto de reducir el pago de cargas sociales;
- elusión teórica a través de la conformación de sociedades (en general s.r.l.) que no condicen con la realidad del negocio.

Pese a la mejora del nivel de regularización del empleo, las estadísticas muestran aún un cuadro difícil. Con datos de junio de 2010, la media nacional de sus trabajadores “en negro” o con “algún grado de precariedad laboral” es del 34,6%<sup>150</sup>, es decir que un alto porcentaje de la población laboral “padece algún grado de informalidad”, o “no está registrada” ante la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES). Incluye, además, “algún tipo de inestabilidad laboral”. Se da principalmente en el sector privado pero los Estados (provincial y municipal) también son “grandes precarizadores laborales”.

En la medida que un prestamista observa cualquiera de estas situaciones, algo que puede controlarse haciendo una visita a las plantas y oficinas de la empresa evaluada y controlando el F931<sup>151</sup>, es entendible la reticencia al otorgamiento de créditos, dado que la concreción de cualquier pasivo laboral contingente en reclamo formal real, puede afectar fuertemente la capacidad de pago de una firma, en especial en pymes con excedentes limitados para sostener el crecimiento de las operaciones.

---

<sup>148</sup> Algunos sostienen que la AFIP trabaja como una suerte de “cuasi banco” que financia a empresas cuando no percibe los correspondientes tributos. De todas formas, al evadir, una empresa más que un préstamo recibe un subsidio. Si nos ajustamos al significado del término evasión, el mismo es un concepto genérico que contempla toda actividad racional dirigida a sustraer, total o parcialmente, en provecho propio, un tributo legalmente debido al Estado.

<sup>149</sup> El término “en negro” hace referencia a operaciones que no son incluidas en la contabilidad formal de la empresa y por lo tanto no están sujetas a las distintas cargas fiscales y sociales correspondientes.

<sup>150</sup> Conforme datos de la Encuesta Permanente de Hogares (Indec) a junio de 2010, con mayor incidencia en establecimientos más chicos.

<sup>151</sup> A través del aplicativo de la AFIP llamado Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) se genera el Formulario 931 para el pago de aportes, contribuciones y Ley de Riesgos del Trabajo

La doctrina menciona distintos argumentos que tratan de explicar la acción de evasión, desde el punto de vista de los motivos objetivos y particulares que la provocan:

a) *“La evasión es una repuesta económica y calculada de la conducta de los contribuyentes que buscan incrementar sus riquezas y responden a los incentivos y castigos que ofrece el sistema y gestión tributaria”*

Las pymes, en muchos casos, concretan operaciones comerciales trabajando a nivel de contribución marginal, sin analizar la necesidad de cubrir la estructura fija. En muchas de estas oportunidades la contribución viene dada a través de la evasión impositiva y no por el margen propiamente dicho de la operación comercial. Asimismo algunos clientes, para mantenerse como cartera activa, exigen que parte o la totalidad de las operaciones sean en negro, y dependiendo del atractivo de la empresa cliente, la pyme accede a la informalidad.

Sin embargo, en la medida que la pyme se abastece directamente de grandes empresas, el margen de operaciones “en negro” se reduce sensiblemente. En la medida que la pyme se abastece de otras pymes, la posibilidad de compra en negro crece y por ende aumenta la necesidad de venta en negro para que cierre la cuenta informal<sup>152</sup>.

En virtud de la experiencia de campo realizada, es muy bajo el porcentaje de pymes que no tiene operación alguna en circuito informal. Resulta importante también señalar que muchas empresas se encuentran en un proceso de reducción gradual de sus operaciones informales aunque en general (por lo observado hasta el momento) siempre se mantiene un mínimo de 5 al 10 % de subfacturación para manejo de algunos egresos o retiros particulares. De todas formas hay segmentos importantes de actividad económica que todavía manejan porcentajes entre un 40 y 50% de evasión<sup>153</sup> y/o economía informal de algún tipo, incluyendo pymes con facturación superior a \$ 1 MM mensual.

Según el informe observatorio pyme (2007), el nivel de ventas, tal como se describió precedentemente, constituye una señal sobre la capacidad de pago de las empresas. Dicha señal se ve obstruida por dos problemas financieros mencionados por los empresarios. Por un lado, un problema relevante es el alto grado de evasión de la competencia local de cada firma. Si el mercado en que se desenvuelven las empresas tiene un alto grado de evasión, es probable que las mismas empresas que no lo hacen empiecen también a evadir, disminuyendo su facturación en blanco. Como consecuencia, las empresas quedan descalificadas como sujetos tomadores de crédito dado que no pueden demostrar su real nivel de ventas<sup>154</sup>. Además, la manifestación

<sup>152</sup> Más allá de lo expuesto, para ciertas materias primas, el componente merma por caída tecnológica o caída por problemas productivos específicos de la firma, es siempre utilizado como regulador de los stocks de cierre.

<sup>153</sup> En base a las entrevistas realizadas y diversas Fuentes de información se observan segmentos de negocios que aún mantienen altos niveles de evasión fiscal. Rubro construcción 40%, agro 30%, servicios porcentajes varios pero aún elevados.

<sup>154</sup> Cabe mencionar que en base a entrevistas realizadas a empresarios de distintos sectores de negocios, manifiestan que son sus propios clientes quienes le piden que no realicen facturas en blanco, lo cual luego les trae problemas para solicitar fondos a bancos debido a que no pueden demostrar sus verdaderos ingresos.



de la alta participación de los impuestos en el costo del producto con el (entre 15 y 20%) puede desembocar en la evasión impositiva. Asimismo, cabe evaluar el grado de informalidad en función de la forma jurídica en que se constituyen las Pymes de las distintas regiones<sup>155</sup>.

El porcentaje de operaciones informales crece dependiendo no sólo del tamaño de la firma sino también el sector de actividades, depende de la cadena de valor en la que participa y del nivel de controles a que son sometidos. Es muy elevado el porcentaje de firmas que se autoexcluyen del mercado financiero debido al alto nivel de operaciones no registradas y su imposibilidad de exponer su situación a terceros.

Nuevamente se presenta la disyuntiva entre el subsidio que apropia la pyme del erario del estado y su exposición formal ante el mercado financiero. En la medida que formalmente no puedo exponer un crecimiento en ventas, utilidades y nivel de capital propio, la empresa pierde puntaje para el scoring que realizan quienes califican el riesgo empresario<sup>156</sup>.

b) *“La evasión es más bien un problema de elusión puesto que los contribuyentes usan los resquicios de la ley evitando la comisión flagrante de delitos”.*

Un ejemplo típico de elusión fiscal (no sólo aplicable a grandes empresas) es el esquema “retira cliente” en cuanto al transporte de la mercadería. En nuestro país las distintas jurisdicciones tienen distintos códigos fiscales aplicables al impuesto a los ingresos brutos y las empresas que operan en más de una jurisdicción se inscriben en convenio multilateral. Existen exenciones para instalación de plantas industriales con topes o no de facturación. Hasta tanto no se armonicen las reglas equiparando por actividad y eliminando distorsiones en base a la elección de jurisdicciones se evadirá o eludirá en aquella jurisdicción más benigna.

Los sistemas de promoción industrial<sup>157</sup> en algunas provincias también han sido utilizados durante bastante tiempo por empresas pyme (y algunas no pyme) inapropiadamente, accediendo a beneficios que no se correspondían con la realidad económica. Si bien el abuso de la promoción industrial ha disminuido, el efecto permanece latente y los bancos deben analizar en detalle el proceder de las firmas ya que el uso debido de este incentivo fiscal genera importantes pasivos ocultos que pueden llegar a generar la quiebra en el caso de una pyme.

---

<sup>155</sup> Para la región Buenos Aires norte Santa Fe sur el 52,6% de las Pyme son sociedades anónimas y/o sociedades de responsabilidad limitada, mientras que el 47,4% restante reviste un carácter más informal dado que se constituyen como empresas unipersonales o sociedades de hecho. La tasa de rechazo de créditos bancarios (excluidos el descubierto en cuenta corriente) es menor mientras más formal sea la empresa. Como se observa, la tasa de rechazo es de aproximadamente 39% para las Pymes unipersonales mientras que para las de responsabilidad limitada no alcanza el 25%.

<sup>156</sup> Para las empresas más pequeñas, la subfacturación las puede dejar fuera de calificación para ciertas líneas de crédito bancaria y acceso a las SGR, y a nivel de patrimonio neto la limitante de RPC afecta el monto de crédito a solicitar.

<sup>157</sup> El reciente decreto 699/10 del gobierno nacional, que prorrogó por dos años los cupos no vencidos de la promoción industrial anterior y amplió por quince años más las desgravaciones impositivas a nuevos proyectos, sin un control más estricto, sigue alimentando hechos de evasión impositiva.

Muchas empresas, que en el contexto que les toca participar se encuentran en una desventaja competitiva, buscan una forma de obtener mayores ingresos y uno de los canales, obviamente incorrecto, es a través de la omisión del ingreso de tributos. El contribuyente, agente económico en un mercado, arriesga al evadir o eludir, como parte integrante del "riesgo empresario" a ganar o perder. Gana en teoría si no es detectado y pierde fuertemente si ocurre lo contrario, aunque muchas veces con pérdidas atenuadas por acuerdos fuera de lo que señala el marco legal. Sin embargo siempre pierde a la hora de la evaluación de riesgo ya que un evaluador con experiencia detecta irregularidades que tengan que ver con actividades informales.

Si bien existe principio generalizado de asimilar este fenómeno de la evasión fiscal a los mercados subdesarrollados, de circunscribir como arraigados en la pequeña o mediana empresa, tal situación no es así, y bastaría observar a las empresas de gran envergadura, operantes en mercados altamente complejos, donde el fenómeno de la evasión tributaria adquiere los ribetes de elusión tributaria<sup>158</sup> (ejemplo de paraísos fiscales, precios de transferencias).

Adicionalmente a las actividades de evasión o elusión ya expuestas, es observable a través del control a los estados contables y a la base de proveedores y clientes, la existencia de compra y venta de facturas. Algunas pymes no toman precaución alguna y comercian facturas sin control alguno del origen de las mismas en caso de compra y sin resguardo alguno en caso de venta de facturas, incluso algunas firmas mantienen saldos impagos al cierre de sus balances con saldos provenientes de estas facturas apócrifas. Otras empresas, algo más precavidas, al menos analizan la calidad del originante de las facturas que compra, o bien toman recaudos de cierta relación operativa entre las firmas que acuerdan esta compraventa de facturas<sup>159</sup>.

Entre las causas que dan origen a la evasión se pueden mencionar la carencia de conciencia tributaria, sistema tributario poco transparente, administración tributaria poco flexible, bajo riesgo de ser detectado, y fundamentalmente por la estrategia de diversificación de negocios mezclando flujos de fondos personales con los de una empresa pyme que no crece en el tiempo, y no porque el contexto se lo impida, sino por decisión del empresario.

---

<sup>158</sup> La elusión es el cambio en el comportamiento con el objetivo de reducir la obligación impositiva. En cambio la evasión impositiva es el no pago de determinados tributos que la ley impone.

<sup>159</sup> Por ejemplo una empresa que compra una factura por un servicio toma el recaudo que se trate de un servicio conexo a la actividad de la firma. Quien recurre de manera dolosa a la utilización de facturas truchas apunta a no tributar o hacerlo en menor cuantía, ocultando la veracidad de las operaciones o simulando otras que no sucedieron nunca.

Detrás de ello se esconden salidas no documentadas de fondos, que una empresa, quiere justificar y no puede o busca deducir en el balance impositivo -a los fines de Ganancias- un monto mayor al que le corresponde. En lo que respecta al IVA, recurren a tomarse más crédito fiscal o créditos que no corresponden. De ser detectada la maniobra, el usuario comete según la Ley Penal Tributaria el delito de evasión simple o agravada, de acuerdo al monto involucrado. Ante tal situación los ajustes procedentes son los siguientes: Impugnación del IVA computado, Impugnación de la deducción del gasto. Ante tal situación, la AFIP lo considera una salida no documentada, por lo cual se debe ingresar el 35% del monto de la factura, en concepto del dinero que se llevó el tercero involucrado.

Más allá de que el empresario decida evadir porque considera que no será detectado, recibe el perjuicio de quedar marginado del sistema financiero, lo cual también tiene un impacto relevante en el desarrollo de las empresas. En un esquema de calificación nacional de pymes, en base a calificaciones con especialización sectorial, las empresas se miden en base a ciertos parámetros representativos de la industria, lo cual implica que en la medida que trabajen con subfacturación de operaciones y/o mantengan parte de plantel del personal "en negro", afectará sus indicadores y sus posibilidades de calificar adecuadamente.

Por lo expuesto son observables algunas prácticas y características que pueden observarse y/o aplicarse, al menos parcialmente, para los distintos segmentos de empresas del conjunto pyme. Respecto de las prácticas de evasión y elusión impositiva frecuentemente observadas en pymes se pueden incluir las siguientes:

- Subfacturación de operaciones;
- Incorporación de gastos personales como gastos de la empresa;
- Distorsión en valuación de stock final para regular iga;
- Disminución de valores de ventas para iibb;
- Compra y venta de facturas<sup>160</sup>, tanto para modificar posiciones impositivas como para aportar y/o retirar fondos de las empresas<sup>161</sup>;

Y a niveles más burdos de evasión también se pueden observar casos de:

- Impresión de doble facturación;
- Imprimir facturas falsas de proveedores.

Respecto de ciertas características generalmente observadas, se puede mencionar que:

- La evasión impositiva es incentivada en parte cuando la presión tributaria es fuerte;
- Los regímenes informativos establecidos por AFIP generan una alta carga administrativa para las firmas, y mucho peor cuando la empresa está alcanzada por regímenes de retención y/o percepción más la presentación de auto retenciones, y también cuando debido a regímenes de percepción y/o retención de IIBB deben realizar diversos trámites en los bancos de cada jurisdicción;
- Es común que los empresarios evadan porque es práctica habitual del mercado en el que operan, y en mucho menor medida con el fin de no terminar con problemas de insolvencia en sus empresas;
- El cumplimiento de las normas previsionales e impositivas constituye una buena señal para los bancos;

---

<sup>160</sup> Se cobra y/o paga una parte del IVA. Las empresas más "cuidadas" realizan la operatoria con empresas con algún tipo de vínculo comercial y/o por referencias otorgadas en general por los propios estudios contables

<sup>161</sup> Se ingresan fondos a las empresas a través de ventas inexistentes y se retiran fondos a partir de compras inexistentes, con o sin circuito de cruce de cheques.

- La constitución jurídica de las pymes evidencia el grado de informalidad con la que operan. En general, en el segmento pyme prevalecen las firmas unipersonales o sociedades de hecho, antes que las sociedades anónimas y/o sociedades de responsabilidad limitada.

### **3.4) Sistemas de información en las pymes argentinas – Racionamiento por Asimetría de Información y Autoexclusión del crédito**

Básicamente todo sistema de información contable (en adelante sic) debe brindar a los usuarios información útil para la toma de sus decisiones, debe ser confiable y transparentar la situación económica financiera de la empresa.

Según Fowler Newton (2005) existen empresarios para los que el propósito principal de gestionar un sistema contable es el cumplimiento de los requerimientos legales. Sin embargo para el autor este debiera ser un objetivo secundario dado que la información contable debe servir como base para la toma de decisiones. La realidad cotidiana en pymes hace que los objetivos se inviertan y que el sistema de información contable sea una “carga” y no una oportunidad para evaluar el cumplimiento de objetivos empresariales.

Según Canetti (2007), a los efectos de de minimizar algunos costos de agencia tales como el riesgo moral y las AI, los sic deben proveer informes que reúnan las características de confiabilidad. La importancia de los mecanismos de control en los sic reside entonces en su capacidad de brindar un mayor nivel de confiabilidad a los usuarios de los informes contables. El carácter de confiable de un sic, en el sentido de su credibilidad, incluye las siguientes características o atributos<sup>162</sup>:

- Aproximación a la realidad, lo cual incluye: esencialidad (sustancia sobre forma), neutralidad (objetividad o ausencia de sesgos) e integridad;
- Verificabilidad

Habitualmente se clasifica a los usuarios de la información en dos grandes grupos:

- Usuarios internos: son aquellos que utilizan las salidas del sistema contable para la gestión y el control del giro de sus negocios. Para el caso de las Pymes, podríamos citar como ejemplo al gerente o propietario de la misma.
- Usuarios externos: son aquellos ajenos a la organización y que usan a la información para tomar decisiones de financiación e inversión (a los efectos de este punto temático hago foco en las instituciones bancarias como usuario externo).

---

<sup>162</sup> Confiabilidad y credibilidad son sinónimos en este contexto de análisis. Atributos según resolución técnica nro. 16 FACPCE

Aquí se plantean objetivos distintos, y los sic deberán de cumplir la información según los requerimientos que suelen importarle a cada una de las partes. Independientemente de que todo sic sea considerado como único, éste deberá cumplir con la tarea de generar las salidas que satisfagan las necesidades tanto de usuarios internos como de usuarios externos. Resulta interesante considerar la alternativa de que las Pymes puedan disponer de un informe contable integral, que sirva a ambos tipos de usuarios, pero siempre teniendo en cuenta la relación costo-beneficio de la información contable. Pero esto es teoría, en la práctica todo es diferente.

Hoy es imposible pensar la actividad del contador público sin la presencia de herramientas informáticas y de gestión. Si bien siempre subsiste algún estudio contable con escasa actualización tecnológica relacionada a la actividad, es impensable que al menos no manejen hojas de cálculo, mails o algún programa al menos rudimentario de contabilidad y gestión. Existen en el mercado herramientas que no sólo integran éstos y otros recursos, sino que potencian y proyectan el accionar del directivo, donde el ingreso de los datos de un comprobante alimenta automáticamente los subsistemas contables y administrativos, permitiendo de una factura de venta, por ejemplo, obtener información para registrar el asiento de ventas así como las estadísticas de ventas mensuales.

La realidad pyme indica que los sistemas de información y gestión permiten una serie de ajustes manuales por parte de distintos integrantes de una empresa, que por un lado otorgan flexibilidad para la operatoria comercial y por otro lado dificultan la transparencia de la información, tanto para el análisis de gestión interna de los accionistas, como para las presentaciones formales que los estudios contables deben presentar. Normalmente prevalecen las necesidades comerciales y por lo tanto el sic se debilita.

#### **- Desde la perspectiva del prestatario (las pymes)**

Si una empresa está pensando en endeudarse, una de las cuestiones clave a tener en cuenta es saber si las empresas cuentan con información necesaria para poder realizar un correcto análisis financiero. Partiendo de esta pregunta clave se analiza el papel que juega el sic en relación con el acceso al crédito para una Pyme. Se busca definir, ceteris paribus, los factores que hacen elegible o no a una pyme desde el punto de vista del contenido que ofrecen los sistemas de información de las empresas, lo cual obviamente incluye los estados contables.

Lo ideal sería que las empresas elaboren una única información con fines propios (tanto para cumplimiento de normas como para gestión interna) y, a partir de allí, que esta información pueda ser utilizada por las entidades financieras para realizar un correcto análisis de la capacidad de repago de la empresa.

Lamentablemente muchos sistemas de gestión son muy limitados, y en otros casos la limitación viene dada por la incapacidad de las firmas de formar

al personal para un uso adecuado de sus recursos informáticos. Muy a menudo también es observable que cuando una firma cambia de estudio contable, el nuevo estudio sugiere inmediatamente un cambio de sic, no siendo siempre esta la mejor recomendación sino que es más bien un negocio adicional para el estudio.

El sic se utiliza para la contabilidad formal, y dada la informalidad en buena parte de las pymes, el peso de la contabilidad informal es muy relevante. Se generan diversas planillas de cálculos auxiliares incluso en aquellas pymes en las cuales hay consolidación de ambas contabilidades (formal e informal). Estas planillas jamás coinciden con los datos cargados en los sistemas, generando que no se satisfaga ni la necesidad del usuario interno (complica el proceso de toma de decisiones) ni para el usuario externo (no le cierran los números en función al crecimiento esperado que informan los accionistas que le solicitan un crédito).

Como se menciona en el punto referido a la evasión fiscal, la compra y venta de facturas es una realidad en nuestro país, y algunos estudios contables participan activamente en este intercambio de facturas que no se corresponden con operaciones reales. Luego esto implica que cuando se intenta trabajar con un sic integrado para todo tipo de usuarios no se llegue a resultados deseables, ya que son demasiados los ajustes que hay que realizar para llegar desde la contabilidad formal a presentar en los EE.CC. a la contabilidad de gestión que expone la realidad de las operaciones de una empresa.

Algunos trabajos plantean que la ausencia de información dificulta la tarea de los bancos en la búsqueda de sujetos plausibles de crédito. Para esto desarrollan una metodología empírica que trata de conocer qué tipo de información utilizan los empresarios o gerentes de las Pymes para gestionar las mismas. Los resultados se encuentran de acuerdo con la hipótesis de partida dado que la gran mayoría de las empresas, se puede decir que desdeña la información contable, económica y financiera. En general no confeccionan presupuestos, no planifican objetivos y no confeccionan flujos de fondos.

Según Dapena (2003) para un muestra de más de 400 pymes, la distribución de frecuencias de las variables que tienen que ver con el sistema de información de las empresas analizadas ya mostraba resultados poco alentadores en cuanto a brindar información relevante desde el punto de vista financiero para que se realice un correcto análisis de las necesidades financieras de la empresa y la capacidad de repago de los créditos que estas empresas pudieran eventualmente solicitar. Dentro de la dimensión estratégica, la información del trabajo citado arrojaba los siguientes valores para el análisis:

- El 52,17% de la muestra no poseía objetivos a largo plazo
- El 8,69% de la muestra se manejaba sin objetivos para el año en curso
- El 81,15% de la muestra no había planificado como iba a lograr los objetivos de largo plazo
- El 21,73% de la muestra no había planificado como lograr esos objetivos de corto plazo

- El 28,98% de la muestra no evaluaba el desempeño de la empresa a la luz de los objetivos de corto plazo
- El 95,65% de las empresas incluidas en la muestra no realizaba evaluación del cumplimiento de lo planificado para lograr los objetivos de largo plazo.

Y dentro de la dimensión sistemas de información, el trabajo arrojaba los siguientes resultados:

- El 91,31% de la muestra no confeccionaba presupuestos a tres años
- El 49,27% de la muestra no confeccionaba presupuestos anuales
- El 69,56% la muestra no realizaba flujo de fondos anual
- El 31,89% de la muestra no confeccionaba flujo de fondos mensual
- El 31,89% de la muestra consideraba que la información contable no provee información útil para tomar decisiones.

El sic, el cual se ha ido perfeccionando a lo largo de los años, sigue sin embargo sin proporcionar mucha información sobre el origen de las medidas que se toman en una organización, que son en definitiva las que conducen a la situación actual. Las herramientas de administración financiera, por caso, son aplicaciones que nos otorgan mayor claridad para saber cómo estamos, pero tampoco agregan demasiado del porque una empresa llega a su situación actual.

También se analiza lo que se puede denominar autoexclusión del crédito y tiene que ver con la imposibilidad de la pyme de cumplir en tiempo y forma con todos los requisitos informativos solicitados por una entidad financiera. Muchos empresarios pyme, al observar que con su estructura actual, no pueden cubrir rápidamente todos los requisitos informativos solicitados, prorrogan sin plazo determinado la actividad de calificación bancaria, hasta que finalmente desisten de avanzar con la solicitud de crédito.

Como en la mayoría de los casos dentro del segmento de pymes, en especial las más pequeñas con una dotación total inferior a las veinte personas, no cuentan con toda la información exigida por el sector financiero y les resulta costoso emprender la preparación de un legajo completo de crédito, se auto marginan de las mejores opciones financieras, y eligen quedarse con los bancos u otro tipo de entidades financieras que los asiste desde cierto tiempo, y dado que este paso del tiempo ha eliminado la problemática de AI (al menos así lo ven algunos prestamistas), se mantienen con sus proveedores habituales de fondos aunque sean más caros y a plazos cortos.

Por el momento no existe instrumental de diagnostico que permita conocer de antemano con certeza si el proyecto o la empresa serán exitosos, ni tampoco, en una organización en marcha, si en el futuro la situación será muy diferente a la que se presenta en el momento del análisis. En otras palabras, la información suministrada pocas veces puede anticipar resultados futuros por decisiones tomadas con anterioridad. Solo va exponiendo las consecuencias ex post a medida que comienzan a reflejarse en sus indicadores.

El problema se centra en que los sic, que proveen a las pequeñas y medianas empresas argentinas de información financiera para presentar ante organismos públicos, y financiera y no financiera para la toma de decisiones, en términos generales, no estaría en condiciones de elaborar lo que requiere una entidad financiera para evaluar correctamente la capacidad de repago de los préstamos.

Por lo expuesto, es necesario conocer si las empresas cuentan con información pertinente que permita evaluar la performance pasada, tomar decisiones de cara al futuro, y que cumpla con los requisitos en cantidad y calidad para ser entregada a terceros (proveedores de crédito).

**- Desde la perspectiva del prestamista (los bancos)**

La perspectiva de la problemática pyme en relación a las dificultades que enfrentan para acceder a financiamiento bancario, también puede ser abordada como las dificultades que se les presenta a las entidades financieras para realizar un adecuado análisis de la capacidad de repago de las empresas. Bajo la perspectiva del prestamista, el principal problema que enfrentan las entidades al analizar las empresas es la disponibilidad de información y la calidad de la misma, vale decir si la información recabada permite a quien realiza la evaluación poder discernir entre un proyecto viable de otro inviable. Desde el punto de vista de los prestamistas de fondos, también se presenta como una de las cuestiones a resolver dado que, para que las instituciones bancarias otorguen créditos, deben poder contar con los elementos necesarios para evaluar la capacidad de repago de la empresa que requiere endeudarse.

La tabla que se expone a continuación sintetiza la problemática del acceso al crédito desde la oferta y una primera aproximación a los posibles caminos de solución:

<b>Problemática desde la oferta de crédito</b>	<b>Instrumentos para corregir la problemática</b>
Riesgo empresario pyme y riesgo moral	Solicitud de garantías
Selección adversa derivada de AI	Profundizar mecanismo de análisis de riesgo
Costos de la información	Especialización por sector de mercado
Baja rentabilidad del negocio financiero con el segmento pyme	Intervención del estado, especialización de intermediarios financieros

En el año 1994 con la comunicación A 2216 el BCRA completa un trípode de normas tendientes a cambiar el proceso de evaluación de los riesgos bancarios, junto con las disposiciones sobre capitales mínimos y sobre máximo de asistencia crediticia. Cambia el enfoque del análisis del riesgo crediticio, pasando de un criterio patrimonialista a un criterio de capacidad de riesgo, en función del flujo de fondos proyectados.

El cambio de enfoque buscaba marcar pautas claras sobre como los bancos tienen que clasificar a los deudores, y en la medida que la cartera de un banco es menos riesgosa menos provisiones tendrían que hacer. El proceso para determinar este mayor o menor riesgo utiliza el criterio básico del análisis del flujo de fondos y de la rentabilidad de la empresa a calificar.



La información básica requerida para iniciar el proceso incluye una larga lista de documentos, entre los que incluyen los siguientes : contratos y poderes, Actas de Asamblea y Directorio respecto de la designación de autoridades; memoria, balance, y anexos; cuadro de flujo de fondos con información aclaratoria de las variables más significativas; determinación para el ejercicio en curso del capital de trabajo necesario y el adicional en caso de incorporación de nuevas actividades o productos; nómina de los principales Clientes y proveedores; reseña de los sistemas de información y control que posee la empresa; información de venta de los últimos 12 meses; manifestación de bienes de socios, directores, etc.; declaración jurada de deudas financieras actualizadas; títulos de propiedad de bienes inmuebles y muebles registrables; comprobantes de pago de cargas fiscales, previsionales, etc.

Todos los bancos deben calificar a las firmas y como es habitual que las empresas operen con más de un banco, pueden existir categorías de clasificación diferentes entre las distintas instituciones financieras. En general prima la peor categoría otorgada aun en los casos que el banco que haya calificado de la peor manera tenga una porción muy pequeña de la deuda financiera total de la empresa evaluada.

Resulta evidente que a los bancos nos les conviene tener empresas que no se ubiquen en situación normal, ya que deberían hacer mayores provisiones. Lamentablemente la calificación otorgada no siempre se condice con la realidad, y no solo porque le convenga al banco exponer una cartera más sana, sino también porque los datos históricos pueden ya no tener vigencia, porque en seis meses el estado de la empresa puede haber cambiado totalmente. Además, si bien la información sobre el flujo de fondos no es la única información importante que se requiere para calificar, es de todas muy importante en la búsqueda de anticipación de situaciones de crisis. Y es precisamente el análisis de flujos de fondos una tarea muy compleja en un contexto de asimetría de información, circunstancia que obliga a los bancos a utilizar todo tipo de herramientas para lograr el objetivo de clasificar correctamente a las empresas deudoras. Más allá de los controles internos de los bancos y la diferente estructuración en áreas de tipo comercial, crediticia y auditoría interna, no puede eliminarse por completo la subjetividad de los analistas intervinientes.

Desde la normativa del BCRA, para el análisis de los deudores comerciales, se establece que *la información básica necesaria surge de la información financiera actualizada* – estados contables e información complementaria, proyectos de inversión, etc.; y que la *capacidad de repago* de un crédito se basa inicialmente en el flujo financiero estimado y sólo en segundo lugar sobre la base de la liquidación de activos del cliente. También es necesario analizar la *periodicidad en la actualización de la información* para la revisión y reclasificación (en su caso) por parte de la entidad financiera. El BCRA define distintos períodos de acuerdo al monto de la financiación otorgada a la empresa, e incluso en los casos de menor relevancia esta periodicidad es anual, motivo por el cual es necesario que al menos con esta

periodicidad se cuente con dicha información<sup>163</sup>. Según Dapena (2003) estos tres criterios son fundamentales para el análisis dado que establecen las características de la información que la empresa debe proveer a las entidades financieras para que éstas realicen adecuadamente su análisis financiero, la periodicidad y el criterio de evaluación.

Con estos lineamientos se puede definir el tipo de información que las entidades financieras necesitan para realizar un adecuado análisis de la capacidad del deudor. Además se define el criterio básico de evaluación que es en base a la capacidad de repago en primer lugar y sólo en segundo al respaldo en activos del deudor. Esto se debe a que el otorgamiento de las financiaciones deberá responder a sus verdaderas necesidades de crédito y efectuarse en condiciones de amortización acordes a las reales posibilidades de devolución que la actividad y la generación de fondos permita.

En general es conocido que los mercados de crédito se encuentran sujetos a problemas de AI. Quien solicita el crédito conoce mejor de su verdadera naturaleza y de sus verdaderas posibilidades de repagar el mismo con respecto a quien otorga el crédito. En muchos casos la oferta de crédito puede no crecer aún cuando la liquidez crece ya que existen distintos factores que favorecen un ambiente de racionamiento del crédito. Un elemento que ayuda a reducir la AI y el consecuente racionamiento de crédito se encuentra en los sic con sus herramientas de planificación, presupuesto y control que le permiten al potencial acreedor tener una mejor perspectiva de la verdadera naturaleza del demandante de crédito, y esto se encuentran contemplado en la normativa del Banco Central hacia los Bancos y de la Sepyme hacia las SGR.

Los bancos comerciales apoyan sus decisiones de racionar en la normativa del Banco Central que contempla los requisitos informativos respecto al otorgamiento de créditos. En particular el Banco Central exige sistemas de información, con sus respectivas herramientas de presupuesto y control para reducir los problemas informativos e incrementar la señalización del potencial demandante de crédito. Por lo expuesto buena parte de la problemática actual del acceso al crédito para las Pymes se debe al condicionamiento respecto a su sic. Con respecto a las prácticas vigentes, se exige a las Pymes determinada información que el sistema contable debe producir. Luego cada banco, basándose en la normativa impuesta por el BCRA, solicitan una cantidad y calidad diferente de información según las distintas características de asistencia crediticia y prestatario que se trate.

Si bien la solicitud de documentación para la primer calificación de una empresa en un banco puede para algunos empresarios resultar algo tedioso y/o difícil de cumplimentar, en general, el listado de documentación a preparar (*check list*) es algo "lógicamente solicitable"<sup>164</sup>.

---

<sup>163</sup> Punto 6.3. Sección 6. Normas sobre "Clasificación de Deudores" Texto ordenado. Banco Central de la República Argentina.

<sup>164</sup> Requisitos Banco Comafi a una pyme sin garantía preferida: - estatuto, (ó contrato social, según corresponda), - fotocopia de la memoria y balance de los dos últimos ejercicios, certificados por contador e intervenidos por el CPCE, - copia del acta de aprobación de aquéllos, - copia del acta de designación de autoridades, y distribución de cargos (si correspondiese) - form. 2572, - formulario de inscripción en el CUIT, - copia del registro industrial de la nación, - detalle

Sin embargo también existen casos en los que se observa una excesiva burocracia documental, con solicitudes duplicadas para las potenciales empresas prestatarias. Así por ejemplo, el Banco Nación, para una pyme que tiene ya otorgado el aval de Garantizar SGR, es decir garantía preferida A, envía un check list<sup>165</sup> de información a presentar (datos de junio 2010), documentación que ya había sido presentada ante la SGR para su calificación.

Las instituciones financieras poseen un inconveniente al momento de tomar la decisión acerca de si van a financiar o no, y es la disponibilidad de la información. En la medida de que el sic de la empresa pueda generar la información financiera necesaria para dicho usuario externo, la posibilidad de conseguir el financiamiento perseguido tendrá mayores probabilidades de concretarse. Siempre y cuando se cumpla con los mencionados requerimientos, se podrá acceder a distintas líneas de crédito en función del análisis de la situación del deudor efectuado por cada banco. Comprende desde acuerdos en cuenta corriente (para girar en descubierto) hasta descuentos de cheques de pago diferido y líneas de préstamo: leasing, créditos prendarios, comerciales, financiación de importaciones, prefinanciación de exportaciones, entre otras.

Es una realidad, en general, para las pymes, la dificultad de sus respectivos estudios contables para tener la información al día, y es algo que parece difícil de solucionar. No solamente hablamos de la inexistencia de informes de gestión sino de notables demoras para cumplir con los plazos exigidos para presentación de los estados contables. Como ya se cito previamente, las sanciones para aquellas empresas que se demoran en presentar sus estados contables son tan leves que la normativa más que una ley se convierte en un aspecto moral de cumplimiento como ciudadano responsable.

Todas las empresas deben cumplimentar la calificación bancaria, mínimamente una vez al año, en muchas ocasiones coincidiendo con los plazos legales que deben cumplir las empresas para presentar sus balances.

---

de ingresos (ventas) de los últimos 24 meses, firmados por la empresa y el contador, - detalle de deudas, bancarias y financieras, firmados por la empresa y el contador, - libre deuda previsional, ingresando –directamente- a la página de la AFIP, - manifestaciones de bienes de los accionistas (ó socios), firmada por éstos y contador, - breve nota indicando actual composición accionaria (ó societaria), nómina de principales proveedores, clientes y competidores.

<sup>165</sup> Requisitos para la vinculación a crédito Banco Nación a empresa con aval SGR: Nota explicativa de la asistencia requerida indicando monto, plazo, destino y garantías ofrecidas; CONTRATO SOCIAL (Estatutos) (Presentar Original y copia para cotejar o Copia certificada Por Escribano); ÚLTIMOS TRES BALANCES GENERALES. (original y copia), suscriptos por directivos con facultades suficientes y Contador Público; con informe de Auditor Externo y certificación del Consejo Profesional; DATOS COMPLEMENTARIOS DEL BALANCE GENERAL; FORMULARIO anexo DE ANÁLISIS DE LA EMPRESA, mediante el cual solicitan información de procesos, niveles de producción, recursos humanos, precios de los productos; ACTA DE ASAMBLEA (que aprobó los Balances Generales con "distribución de utilidades") Dos copias, una simple y otra certificada (o acompañar Libro de Actas para cotejar); ACTAS DE DIRECTORIO (con distribución de cargos). Dos copias, una simple y otra certificada (o acompañar Libro de Actas para cotejar); DATOS FILIATORIOS DE MIEMBROS DEL DIRECTORIO; MANIFESTACIÓN DE BIENES PARTICULARES DE LOS MIEMBROS DEL DIRECTORIO. INTEGRAR FORMULARIO QUE ESTA EN ARCHIVO ANEXO; REGISTRO INDUSTRIAL DE LA NACIÓN de corresponder (fotocopia del talón de inscripción); DECLARACIÓN JURADA (nota con membrete de la firma) DE: - Ventas mensuales posteriores al cierre del último Balance, - Deudas bancarias y financieras actualizadas (consignar Banco, destino, plazo, vencimiento, garantías, moneda), - Personal ocupado. - Principales proveedores y clientes (indicar domicilios); DECLARACIONES JURADAS DEL BCRA (se adjunta modelo en archivo anexo); IVA –Constancia de Inscripción y pagos –últimos (seis) meses; Origen y licitud de los fondos.

Por lo tanto la demora en presentar los balances se traduce en una demora en actualizar la calificación de la empresa en las instituciones bancarias. Los gerentes de sucursal trabajan para que sus clientes importantes (en adelante VIP) cumplan y aunque no lo hagan suelen prorrogar la calificación vigente hasta que se cumplimenten los requisitos informativos. Sin embargo, para las empresas que no sean VIP para el banco no existe tal espera, y estas son en general las que precisamente necesitan de los fondos.

Para las empresas que operan por primera vez con un banco aparecen también todos los requisitos para la apertura de una cuenta corriente<sup>166</sup>.

No obstante las complejas condiciones impuestas a las Pymes para la obtención de financiamiento, el BCRA dispuso recientemente una serie de medidas destinadas a flexibilizar el acceso al crédito para las mismas, aunque las disposiciones abarcan una cantidad limitada de deudores y para un stock de deuda determinado<sup>167</sup>. De esta forma, cuando se deba analizar la capacidad de pago de las Pymes privilegiadas con la medida, dejará de ser relevante la información sobre el flujo de fondos proyectado de la actividad; liberándolas así de tal exigencia a la hora de solicitar créditos de importes considerables. En la práctica no se observa esta flexibilización. Existen casos de pymes que presentan avales de SGR inscriptas en (garantías preferidas A) a las que se les

---

<sup>166</sup> Requisitos para la apertura de una cuenta corriente

- Nota solicitando la apertura, con motivo, de la Cuenta firmada por el Presidente o Socio Gerente o Representante legal de acuerdo al uso de firma por estatuto.
- Formulario de apertura de cuenta correctamente integrado sin omitir información solicitada, debiendo estar los datos del representante legal, aún en el caso en que no opere como firmante de la cuenta.-
- Los formularios deben estar firmados al pie de cada hoja y en los lugares indicados.-
- Formulario de identificación ante la AFIP, uno por la sociedad y uno por cada firmante, indicando su CUIT o CUIL y su condición ante la AFIP y la DGR. En caso que la sociedad esté exenta o tenga alícuota reducida de la Ley 25.413 deberán acompañar la DDJJ correspondiente establecida, con su documentación respaldatoria según Anexo VI de la Resolución General N° 2.111, la cual deberán presentar una vez abierta la cuenta, al momento de realizar el depósito inicial.
- Constancia de CUIT de la sociedad (original y copia).-
- Últimos seis aportes previsionales de la Sociedad (original y copia).- En caso de no tener personal en relación de dependencia, nota explicando dicha situación.-
- Constancia de CUIT o CUIL de cada uno de los firmantes.-
- Fotocopia del DNI; LE o LC de las siguientes hojas: 1, 2, 6, cambio de domicilio (en caso que lo hubiera) y última votación.-
- Deberán traer algún impuesto (Rentas, luz, gas, teléfono o aguas) del cual el firmante de la cuenta sea titular a fin de acreditar el domicilio del mismo.-
- En caso de que alguno de los firmantes sea monotributista, responsable inscripto o autónomo, deberán traer los seis últimos aportes (original y copia). Si es personal en relación de dependencia o es jubilado presentar los últimos 6 recibos de haberes (original y copia).
- Poderes (en el caso que hubiese apoderados) con su correspondiente formulario de ratificación de poder, con la firma del mandante certificada por escribano o banco.-

<sup>167</sup> Según Circular A 4972 BCRA (agosto 2009) se sustituye el punto 1.1.3.1 por "El legajo deberá contener todos los elementos que posibiliten efectuar correctas evaluaciones acerca del patrimonio, flujo de ingresos y egresos, rentabilidad empresarial o del proyecto a financiar. Cuando, de acuerdo con las normas sobre "Clasificación de deudores", no corresponda evaluar la capacidad de repago del deudor por encontrarse la deuda cubierta con garantías preferidas "A", no será obligatorio incorporar al legajo del cliente el flujo de fondos, los estados contables ni toda otra información necesaria para efectuar ese análisis. Constarán las evaluaciones que deben llevarse a cabo con motivo de la aplicación de las normas sobre "Clasificación de deudores" y "Graduación del crédito" y, también, deberán contar con datos que permitan verificar el cumplimiento de las regulaciones establecidas en materia crediticia"

sigue solicitando la información que la circular A 4972 dispone como no obligatoria.

La realidad es que para solicitar créditos de cierta envergadura, se requiere la presentación de un estado de flujo de fondos proyectado que comprenda al plazo de la operación. Lo utilizan para calcular la capacidad de pago de sus clientes y generalmente no contemplan un horizonte temporal superior al año (cuando se califica para un préstamo de capital de trabajo). Luego y si la empresa pyme desea calificar para una línea de largo plazo, le será requerido un flujo de fondos detallado del primer año y con valores globales por rubro en monto anual para los siguientes cuatro o más años. El siguiente es un ejemplo de premisas básicas para el armado de un flujo de fondos según lo solicitado por una SGR a su socio partícipe:

### PREMISAS PARA LA ELABORACION DEL CASH FLOW

#### 1- Total de Ventas

- Deberá abrirse en mercado interno y externo.
- En caso de incremento, se deberá señalar el motivo del mismo (volumen, precio, etc.)

#### 2- Otros Ingresos

- Señalar el motivo de los mismos.

#### 3- Otros Egresos

- Señalar el motivo de los mismos.

#### 4- Préstamos Nuevos

- Especificar monto, moneda y destino.

#### 5- Pago de Intereses / Amortización de Capital

- Se deberá estipular los vencimientos en función de la operatoria vigente y/o de los plazos establecidos en el contrato.

#### 6- Aportes

- Serán los referidos a aportes de capital, y/o cuentas particulares de los socios.

#### 7- Otras inversiones

- Incluirá los activos por bienes de uso y/o fondos para otros destinos fuera de la empresa.

#### 8- Retiro Socios / Dividendos

- Corresponde a los desembolsos determinados por la Asamblea, por honorarios y/o pago de servicios a los socios.

#### 9- Nueva Deuda

- Estipular montos, y especificar cómo se componen.

## 10-Ventas a Crédito y Pago a Proveedores

- Señalar el plazo promedio de cobros en un caso, y de pagos en el otro.

En definitiva, entre las pautas a tener en cuenta comprendidas en las Normas Sobre Clasificación de Deudores establecidas por el BCRA, es que la empresa posea un adecuado sistema de información que permita conocer en forma permanente su situación financiera y económica; y que la información sea consistente y actualizada. Esto incrementa su calidad como cliente, mejorando su perfil y posibilitándoles obtener mejores condiciones al momento de negociar un crédito. Si por el contrario, el sistema de información con el que cuenta no es adecuado, en la medida de que dificulte conocer con exactitud su real situación financiera y económica o que impida poder determinarla, perjudica su situación frente a la mencionada clasificación. Esto hace que el camino a la obtención del crédito se vuelva arduo y complicado, ya que la información que se presenta no resulta confiable a efectos de considerar el riesgo crediticio.

### - Consideraciones finales acerca del sic y racionamiento del crédito

El racionamiento de crédito se explica por el comportamiento de los intermediarios financieros pero también por problemas informacionales originados en los demandantes del crédito. Y el sic, tal como es utilizado actualmente por la mayoría de las pymes argentinas, no es el instrumento para atenuar los problemas informacionales que impiden un mejor acceso al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas.

Muchas de las Pymes del país no tienen la posibilidad de autofinanciarse o de contar con un amplio patrimonio que les permita realizar sus actividades y expandirse, pudiendo de esta manera alcanzar el crecimiento y desarrollo esperado. Para estas empresas, es imprescindible poder acceder a líneas de crédito que les permitan contar con los recursos que necesitan para cumplir sus objetivos. Pero para lograrlo deben necesariamente convencer a los bancos (u otras entidades de crédito) de que podrán cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. Precisamente para convencer a los bancos, el sic debe cumplir con los atributos de confiabilidad previamente mencionados. En su lugar, y en base a los trabajos de campo desarrollados son observables las situaciones esquematizadas en la siguiente tabla:

Área involucrada	Situación que reduce confiabilidad
Comercial	Facturación sin despacho de mercadería; Sobre y subfacturación de operaciones; Esquema de comercialización de productos no soportada adecuadamente por los sistemas;
Abastecimiento y Producción	Inventarios desactualizados tanto a nivel físico como monetario; Manejo discrecional de las mermas de productos; Sistemas que permiten la aparición de stocks negativos de productos; Tercerización de productos y servicios en forma informal

Recursos Humanos	Comisiones acordadas fuera de las pautas de convenios de trabajo; Mezcla de funciones e imposibilidad de imputación correcta del personal a un centro de costos o cuenta de gastos predeterminada;
Administración y Finanzas	Falta de registración y separación adecuada de bienes y derechos de los socios y de la sociedad; Utilización excesiva de planillas de cálculo auxiliares al sic debido al ajuste entre contabilidad y realidad de las operaciones; Mezcla de gastos particulares de socios con egresos de la empresa; Retiros de socios encubiertos con egresos operativos societarios

Ante la existencia de las situaciones planteadas no se cumplen los atributos de aproximación a la realidad ni de verificabilidad. Finalmente si la pyme logra sobrevivir al racionamiento consecuencia de un inadecuado sic, aún le falta pasar la prueba más difícil que es la de contar con señales efectivas dentro de las cuales se destacan aquellos colaterales aceptables por las instituciones financieras.

### 3.5) Racionamiento por falta de señales

Dentro de los elementos que pueden utilizarse para resolver problemas de asimetrías de información y el consecuente racionamiento del crédito se encuentran las acciones de señalización, que transmiten información positiva sobre las características del prestatario.

Se sostiene en general que las señales, para ser efectivas, deben ser costosas para todo deudor, y más costosas para deudores riesgosos. Estas señales representan una solución parcial. En general la literatura menciona dos tipos de señales principales para transmitir información sobre las características o naturaleza de un prestatario: las garantías y el aporte de fondos propios. También pueden resultar relevantes otras señales como las citadas en el capítulo II (marco teórico). Una lista de señales y/o métodos de señalización podría ser la siguiente:

- la disponibilidad de garantías
- los fondos propios
- relación entre decisiones financieras y estrategias empresariales. Aplicación de la Teoría de la estrategia empresarial
- la utilización de la deuda como señal informativa
- cláusulas contractuales específicas
- utilización de facilitadores financieros y técnicas de administración financiera
- uso de sistemas de garantía como señal inicial

#### - La señal más importante: disponibilidad de garantías

Más allá de que las recomendaciones del BCRA y la lógica para evaluar la capacidad de repago de un préstamo pasan primero por verificar la capacidad de generación de fondos de una empresa para cumplir con los

compromisos asumidos, buena parte de los prestamistas priorizan las garantías disponibles, las cuales varían según el monto y tipo de crédito a solicitar.

Las garantías están dadas por activos del deudor que pasan, proceso judicial mediante, a propiedad del acreedor en caso que el resultado operativo<sup>168</sup> de la empresa o del proyecto no permita repagar la deuda en su totalidad. En teoría, aquel deudor que sabe que va a pagar, y que busca un menor costo del crédito, es quien menos problemas tiene en proporcionar garantías. A diferencia de otros autores que señalan cierto interés en proporcionar garantías por parte de los “mejores” deudores, yo señalaría que en algunos casos ponen menos obstáculos para otorgar garantías y en otros en cambio, confiados en su impecable trayectoria, no están dispuestos a otorgar garantía alguna. En este último caso, si un banco los quiere como clientes tendrá que darles crédito sin garantías ya que ellos pueden autofinanciar su crecimiento sin necesidad de asistencia externa.

Es decir que a través de las garantías, el prestamista sujeta un activo, de propiedad del prestatario y lo suficientemente líquido o con adecuada capacidad de realización, al cumplimiento de la obligación, quedando en caso de falencia en manos del prestamista. Esto no resulta sencillo ya que las Pymes cuentan con un menor patrimonio y una menor cantidad de activos susceptibles de ser empleados como garantías. Así, el sistema otorga crédito a quien puede presentar garantías y discrimina en contra de quien no puede presentarlas.

Más allá de la variedad de temas para analizar respecto al tema garantías se podría generalizar que, en épocas de crisis, todo se torna más complejo. El endurecimiento de las condiciones crediticias se debe a que durante las fases recesivas del ciclo económico, las tasas de interés son mayores y los montos disponibles menores dado el habitual ajuste monetario asociado y se dificulta el problema de garantías, dado que en recesión los bancos suelen incrementar las exigencias al tiempo en que el valor de los activos disminuye<sup>169</sup>. Asimismo los grandes flujos de capitales que ingresan y salen del país tienden a impactar negativamente sobre el normal funcionamiento del mercado interno de crédito.

No todas las empresas cuentan con inmuebles propios. Los inmuebles, dependiendo de la zona en donde estén ubicados, son con más o con menos esfuerzo realizables y son la garantía normalmente solicitada por bancos cuando la línea de crédito supera el plazo de tres años. Estas garantías reales tienen a su vez la desventaja del costo de formalización y la dificultad de divisibilidad del bien cuando la tasación de la propiedad excede ampliamente el monto del crédito a solicitar (el monto promedio de créditos solicitados por pymes es mucho más bajo que lo que valen sus propiedades).

---

<sup>168</sup> Recordando que la generación básica de caja pasa por el resultado operativo. Cabe aclarar sin embargo que una empresa puede tener algunos períodos con resultado operativo negativo y flujos de fondos positivos y tener liquidez para cumplir con sus compromisos. Sin embargo, a largo plazo, la pérdida económica recurrente desemboca en degeneración de fondos y cesación de pagos.

<sup>169</sup> En una economía en recesión, el precio de muchos activos disminuye y consecuentemente disminuye el valor de los colaterales disponible.



Si una empresa no tiene un inmueble, puede tener otros bienes que pueden servir de reemplazo manteniendo el esquema de garantía real para el prestamista. Es el caso de la prenda de bienes muebles registrables. El aforo que aquí aplican los bancos es menor aún respecto a los inmuebles, dado que el proceso de eventual realización para recupero de un crédito incobrable es bastante más complejo. La presión y/o amenaza de ejecución de la garantía prendaria, en el caso de un bien de uso necesario e importante para el funcionamiento de una planta productiva puede tener más valor para el acreedor que el propio valor potencial de recupero ante un eventual remate del bien en cuestión.

En la medida que se trate de bienes de uso común (prenda sobre automóviles), el aforo aplicado es menor. De todas formas en cualquier caso están inmovilizando bienes del activo que deben permanecer en el patrimonio mientras se adeude el préstamo. Es una herramienta útil cuando la misma máquina o línea productiva que la empresa desea incorporar es la misma que se utiliza como colateral.

La prenda flotante otorga más flexibilidad al prestatario pero menos seguridad al prestamista. Lo que se debe mantener es un stock mínimo que cubra el monto de la prenda y se pueden ir rotando los materiales. Esta garantía suele ser más utilizada para créditos de tipo comercial y en menor medida en préstamos bancarios, que para esta opción, prefieren trabajar con warrants, que ofrecen ventajas de control y facilitan la ejecutabilidad ante un default, aunque con el problema de su alto costo<sup>170</sup>. Tanto la prenda flotante como el warrant son garantías disponibles en pymes que manejan ciertos stocks de materias primas o bien de productos terminados que sirven de materia prima para otra buena cantidad de empresas. En cambio no son de utilidad para utilizar como colateral todos aquellos stocks de producto terminado con destinatario específico (ej. Latas sin litografía sirven, latas con litografía no sirven porque sólo son adquiribles por un cliente específico).

Resulta evidente que siempre los activos tangibles son más fáciles de liquidar, y por lo tanto a mayor porcentaje de este tipo de activos, es esperable una mayor probabilidad de endeudamiento. Sin embargo también hay que tener en cuenta la especificidad o singularidad de los activos ante una eventual liquidación<sup>171</sup>. Las empresas que cuenten con activos reales con más fácil acceso a mercados de segunda mano líquidos tendrán más chances de ofrecerlos como colaterales en comparación con firmas que cuenten con mayor proporción de activos intangibles y/o específicos.

En los anexos se puede observar un trabajo de campo realizado con el objeto de evaluar la eficacia de las garantías ante procesos de ejecución por incumplimiento de pagos. Si bien la presencia de una garantía mejora la probabilidad de recupero de un crédito impago, el riesgo de fraudes esta

---

<sup>170</sup> Ultimo costo verificado (agosto 2010) 0,96% semestral + \$ 600 mensuales por costo fijo de control de almacén o deposito.

<sup>171</sup> Dado existen muchas variantes de garantías, a lo largo del trabajo se exponen sólo algunas de estas. Se destaca el uso frecuente del aval personal y/o fianza sólo o acompañando otras garantías, y para ello siempre es necesario contar con alguna manifestación de bienes que incluya activos potencialmente ejecutables por el prestamista.

siempre latente y en los casos de dudosa conducta moral por parte de los deudores, ni siquiera el riesgo de las sanciones legales impide la presencia de defraudaciones de todo tipo.

A pesar de que tanto las garantías como el aporte de fondos propios contribuyen a resolver problemas de asimetría de información, puede darse el caso que en general las pymes no cuenten con fondos propios ni los activos que puedan ofrecer como colateral sean elegibles para ser usados como garantías. Singh (1994, en Dapena, 2003) considera que las altas garantías exigidas por las entidades financieras podrían explicar de manera significativa las limitaciones que enfrentan las empresas pequeñas y medianas para obtener financiamiento.

Según Scott (1977, en Briozzo-Vigier (2006): 7) "si las deudas que tienen garantía sobre activos reales ahorran a los prestatarios el costo de monitoreo, atenuando la AI, se puede esperar que las empresas que tengan mayor proporción de activos reales, que sirvan de colateral, tendrán mayor endeudamiento, ya que aprovecharán esta ventaja de obtener deuda a menor tasa". La diversidad de políticas de financiamiento no permite confirmar una generalización en tal sentido, ya que contar con más activos reales no implica que se vaya a optar por ofrecerlos como colateral para obtener mayor nivel de endeudamiento y menores tasas.

En la siguiente tabla se observan los resultados de una encuesta realizada por Fiel, y asumiendo que las empresas más grandes las medimos por cantidad de empleados, se puede observar la diferencia de tasas entre los distintos tamaños de empresas (con reducción sensible para el segmento más grande), pero también se observa un fuerte descenso en la proporción garantizada a medida que la empresa es más grande.

<b>Tasas de interés pagadas por las pymes y proporción de deuda garantizada</b>		
Cantidad de empleados	Tasa de interés promedio	Porcentaje deuda garantizada
1-10	27 %	33 %
11-50	25 %	36 %
51-200	21 %	44 %
201-500	23,5 %	13 %
+ de 501	10,8 %	9,9 %
Total	23,3 %	33,3 %

Fuente: Fiel – período abril-junio 1995

En la práctica pyme, si evaluamos en términos porcentuales<sup>172</sup>, se observa bastante heterogeneidad ya que las firmas por un lado tienen diferentes políticas de endeudamiento y las pymes en la Argentina prefieren en lo posible no recurrir al endeudamiento bancario. Por otro lado, analizando desde el punto de vista del banco prestamista, el colateral se utiliza para minimizar el riesgo pero no atenúa la AI. El prestamista puede seguir en un estado de desconocimiento parcial o absoluto de lo que ocurre en una empresa prestataria. La diferencia radica en que si las cosas marchan mal tendrá un

<sup>172</sup> A nivel nominal puede ser diferente, ya que en general si una empresa tiene bastante más activos que otra habitualmente tendrá también más pasivos

activo ejecutable para intentar recuperar los fondos del préstamo otorgado, y se reduce el problema del riesgo moral. Los bancos no analizan sólo el colateral ya que no les resulta atractivo tener que estar liquidando activos para recuperar los fondos prestados, también necesitan reducir la AI entendiendo y siguiendo (monitoreando) lo que ocurre en una empresa prestataria.

En la siguiente tabla se puede observar la relación entre tipo de préstamos, garantías disponibles versus garantías solicitadas y formas habituales de resolución (con y sin otorgamiento del crédito).

Tipo de crédito	Garantía solicitada	Garantía disponible	Observaciones
Comercial origen proveedor	Avales personales (fianza personal o pagarés avalados) o directamente sin garantía	Avales personales con o sin manifestación de bienes acorde	Plazos de operaciones hasta 7 o 15 días. Si el crédito es más extendido se utilizan prenda flotante, fija, warrants y también puede llegarse aunque es poco común a gía hipotecaria
Bancario Cheques	Fianza personal	Fianza personal	Depende de la calidad de los firmantes es suficiente o no la fianza personal
Bancario descubierto	Fianza personal	Fianza personal	Se incluye la línea dentro de una calificación general con varios productos crediticios
Bancario Amortizable plazo	Fianza personal	Fianza personal	La fianza personal es válida cuando ya existe una relación de transaccionalidad de cierto tiempo. Muchos bancos solicitan garantía de tipo real para cualquier crédito fuera de lo que es auto liquidable o descubierto. Muchos bancos utilizan warrants.
Bancario amortizable plazo	Prenda fija o hipoteca más fianza personal	Prenda del bien que desea adquirirse	Dificultad cuando el bien a adquirir y utilizar como garantía es importado y/o por aplicación de aforos importantes
Bancario amortizable plazo	Hipoteca + fianza personal	Inmuebles propios o de la empresa	Cuando no hay inmuebles disponibles, en general es prácticamente imposible acceder a estas líneas de crédito

En consecuencia, las PYMES que no pueden ofrecer suficientes garantías tendrán inconvenientes para acceder a fuentes sustitutas de financiamiento. En vista de la existencia de racionamiento de crédito, las empresas que enfrentan dicho problema deben buscar fuentes sustitutas de financiamiento, y la fuente menos afectada (por estar en control de la propia empresa) es la reinversión de ganancias.

### - Los fondos propios

Los fondos propios constituyen la otra alternativa básica de señal generalmente requerida y valorada por los prestamistas. El aporte de fondos propios constituye otra manera de diferenciarse en el mercado y transmitir información sobre la verdadera naturaleza del prestatario. Su funcionamiento

en términos económicos es equivalente al de garantías, ya que provee de mayores fondos al acreedor en caso que el ingreso no sea suficiente para repagar la deuda.

Las fuentes internas o autofinanciamiento son los generados por el funcionamiento del negocio: las amortizaciones y las utilidades retenidas. Entre las fuentes externas de capital propio se encuentran: aportes de propietarios e incorporación de nuevos socios en las empresas de capital cerrado y en las empresas de capital abierto emisión de acciones.

La mayoría de las inversiones de las pymes industriales<sup>173</sup> son financiadas con recursos propios. Si bien la participación de los bancos en la financiación de inversiones ha venido creciendo en los últimos años, los fondos propios siguen predominando en el segmento pyme.

Las firmas que cuentan con una política de liquidez media o alta no tienen necesidad de solicitar crédito para financiar inversiones. Sin embargo, si las condiciones son muy convenientes (líneas a tasas bajas en pesos tasa fija y a largo plazo), y dado que normalmente no tienen estas firmas problemas para calificar, suelen utilizar líneas de crédito bancarias. De todas formas, la mayor parte de las líneas de crédito a largo plazo y tasa subsidiada financian solo parte de la inversión a realizar, lo cual obliga a que la otra parte se deba autofinanciar.

En la medida que la empresa es más pequeña, el porcentaje de capital propio requerido para no tener trabas para el crecimiento es mayor. En el trabajo de campo sobre una muestra de 115 empresas, el segmento de empresas pymes tiene en promedio un 61% de capital propio para el período 2005-2009, el segmento de empresas que pasaron de pyme a no pyme un 55% de capital propio, y el segmento de empresas no pyme un 45%. La muestra de empresas seleccionada incluye empresas que han tenido un sendero de crecimiento durante la última década y los porcentajes informados no incluyen ajustes entre partidas de activo y pasivo. De hecho, dentro del pasivo de las firmas es habitual encontrar el rubro otras deudas tanto dentro del pasivo corriente como del no corriente. Habitualmente se trata de deudas con socios de las firmas a través de fondos aportados que no son capitalizados, lo cual en realidad marca que el capital propio es aún mayor a lo que informan la mayor parte de los trabajos de investigación.

Lamentablemente para un gran número de pymes que no tienen una larga trayectoria, que luchan por sobrevivir con niveles de rentabilidad moderado a bajo, y que mantiene desde el inicio de la empresa un porcentaje de capital propio por debajo del 40%, se les hace casi imposible obtener líneas de crédito a largo plazo, les resulta también complicado el acceso a líneas de mediano plazo (a 2 o 3 años) y en cuanto a las líneas de corto plazo todo depende de la antigüedad de la relación con los bancos y de la coyuntura del mercado financiero.

---

<sup>173</sup> Fundación Observatorio Pyme – Informe 2007-2008, Evolución reciente, situación actual y desafíos futuros de las pymes industriales

Bebczuk (2000) encontraba hace ya una década que el financiamiento promedio en países desarrollados de empresas no financieras descansaba 18.9% en instrumentos de deuda, 9.9% en emisión de acciones, y 71.1% en reinversión de ganancias; mientras que en América Latina, el 80.6% del financiamiento provenía de la reinversión de ganancias (con 79% en el caso de Argentina), mientras que solo 7.4% (6.9% para Argentina) surgía del crédito de bancos.

Berger y Udell (1998) señalan que en las pymes, no todas las deudas son completamente de terceros y toman como ejemplo los préstamos que toma la empresa con garantías personales de los dueños. Argumentan que los fondos deberían calificarse como propios ya que es el propietario quien asume la responsabilidad del repago de la deuda en caso de falencia por parte de la empresa. Aquí se presenta la situación en la que se mezclan factores personales y empresarios, al utilizar activos personales como colaterales de deuda para la empresa, lo cual constituye una característica de las pymes argentinas desde siempre.

Efectivamente en muchas ocasiones las pymes tienen que recurrir a avales personales de los socios para garantizar ciertos préstamos, pero no por ello me animo a clasificar los fondos provenientes de estos préstamos como propios. De hecho muchos bienes y participaciones en otros emprendimientos que poseen los accionistas provienen del retiro de utilidades de las firmas y reinversión de las mismas. Entonces si otros emprendimientos del accionista toman préstamos garantizados con bienes que no forman parte del mismo negocio que utiliza los fondos, podríamos señalar que se trata de fondos propios porque forman parte del patrimonio directo o indirecto (a través de una participación accionaria) del accionista.

No todos los emprendimientos pueden iniciar con el nivel de capital propio deseado o recomendable, muchos incluso inician una actividad financiando activos de largo plazo con deudas de corto plazo porque es la única opción que tienen. Más allá de cada caso en particular es innegable que para la obtención del primer crédito, un alto nivel de involucramiento de fondos propios allana el camino. Cuando esto no es posible, y diversos empresarios tienen una única opción de iniciar sus empresas con alto nivel de deuda, normalmente lo hacen a través de contratos de leasing, ya que siguiendo el razonamiento de los bancos en búsqueda de mayor seguridad, el arrendamiento o leasing es un vehículo de crédito aún más seguro que la deuda asegurada.

#### **- Teoría de la estrategia empresarial (TEP) dentro del enfoque de señales**

La TEP analiza la influencia que las estrategias empresariales pueden ejercer sobre las decisiones de financiación de la empresa. Se utiliza un trabajo de campo realizado sobre una muestra acotada de empresas pyme exitosas con el objeto de especificar las señales macroeconómicas y microeconómicas que pueden ser detectadas por las entidades que tienen que calificar a estas firmas. Algunas entidades de crédito prestan especial atención a los problemas

actuales o potenciales que se derivan de la existencia de inhibidores de desarrollo para las estrategias empresarias.

Tal como señala Schvarzer (1996), la industria argentina presenta una situación algo curiosa para entender. Si bien tiene cierta antigüedad ya que nace en las últimas décadas del siglo XIX, jamás ha logrado transformarse en el motor del desarrollo nacional. Por tal motivo el citado autor concluye que la Argentina no es uno de los denominados Nuevos Países Industrializados (aquellos que poseen una industria joven y dinámica), y claramente tampoco es una nación desarrollada que goza de los beneficios de la acumulación de estructuras productivas. La falta de identidad de la industria nacional torna más complejo el análisis de las estrategias empresariales y su impacto sobre las decisiones financieras.

Desde el enfoque TEP, Aybar et al (2001) señala que la estrategia de diversificación anima a los prestamistas potenciales a financiar un proyecto porque incrementa las posibilidades de recuperación de los fondos, en caso de que un proyecto fracase. Consecuentemente, un alto nivel de diversificación de activos o productos, o bien, de mercados (de factores o de productos), estará asociado con un nivel alto de apalancamiento.

Respecto a la estrategia de diferenciación de productos (con ventajas competitivas frente a otros productos similares de la competencia) puede conducir tanto a un mayor apalancamiento como a un mayor autofinanciamiento dada una mayor capacidad de generación interna de fondos.

Por otra parte, las empresas más dinámicas, que realizan importantes operaciones con el exterior (exportaciones o importaciones) transmiten una imagen positiva a las entidades de crédito. Este tipo de estrategias, basadas en el comercio exterior, podrían estar correlacionadas también con un mayor grado de apalancamiento.

Las empresas que practican estrategias de liderazgo ofrecen una imagen de control sobre el mercado y de buena organización empresarial. Este tipo de empresas presentará ventajas competitivas frente a las demás y tendrá más posibilidades de incrementar su endeudamiento. No obstante, como ya se mencionó respecto a la estrategia de diferenciación, el liderazgo podría captar un efecto de signo contrario, esto es, una mayor capacidad para generar recursos internos y, por ende, una menor necesidad de recurrir al endeudamiento.

Aybar et al (2001) ofrece un resumen de hipótesis subyacentes a partir de las distintas estrategias empresariales. Se definen en torno a seis categorías que representan una buena parte de las líneas generales de actuación de la mayoría de las empresas.

- Las estrategias de diversificación influyen positivamente en el apalancamiento.

- Las estrategias de diferenciación afectan positivamente al apalancamiento.
- Las estrategias de innovación influyen de forma negativa en el apalancamiento.
- Las estrategias de comercio exterior influyen positivamente en el apalancamiento.
- Ciertas estrategias de producción afectarán positivamente sobre el apalancamiento.
- La estrategia de liderazgo influirá positivamente sobre el apalancamiento.

La industria argentina, debido a sus debilidades estructurales y con las variantes coyunturales originadas tanto en factores internos como así también la influencia de factores internacionales, pasa por etapas muy cambiantes. Se producen crisis recurrentes, y también procesos de recuperación pronunciados, pero siempre falta el componente de políticas macroeconómicas estables que agreguen previsibilidad para las decisiones empresarias. Por tal motivo es difícil encontrar un patrón a nivel de decisiones financieras que se relacione estrictamente con la estrategia empresarial.

Se toma como ejemplo el escenario competitivo de la economía argentina a partir de la devaluación de la moneda en el año 2002, en el cual se presenta un período de fuerte recuperación industrial, y las empresas que lograron sobrevivir a la gran crisis de nuestra economía podían ofrecer algunas señales positivas, entre las que se encontraban la disponibilidad de capacidades productivas ociosas, maduración de oportunidades concretas de negocios exploradas en el pasado reciente y un mejoramiento significativo del clima de negocios en el país. En la siguiente figura se puede observar un resumen de señales positivas para distintos sectores de mercado en aquel período.

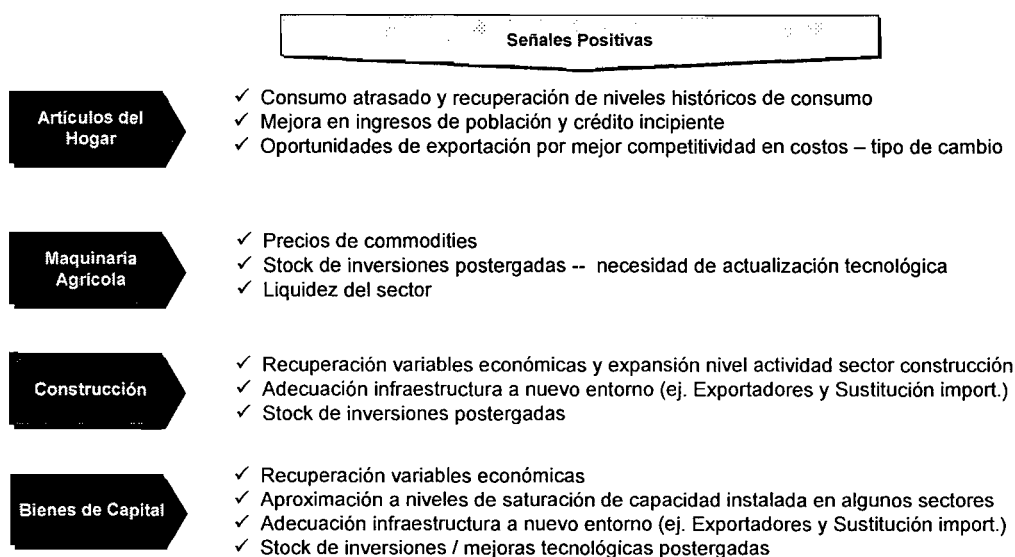


Figura 1 nota <sup>174</sup>

<sup>174</sup> Vale la pena destacar que parte de las señales positivas tenían que ver con tasas de crecimiento elevadas, y se podían explicar en gran parte por los bajos niveles de partida en los volúmenes de exportación del período 2002, no ya solo efecto de la crisis argentina, sino también de la limitada inserción internacional que históricamente mostraban estas firmas

Otras señales positivas y negativas que podían detectarse dentro del conjunto de las empresas evaluadas son las siguientes:

- Señales Positivas

- Reducción de NOF y aumento de FM
- Mejora de precios de productos y márgenes
- Autofinanciación para inversiones en activos fijos a través de una mayor ratio de retención de utilidades (señal de fondos propios)
- Venta asegurada por los próximos 12 meses (maquinaria agrícola)
- Fuerte proceso de actualización tecnológica

- Señales Negativas

- Importación bloqueada por barreras proteccionistas
- Financiación de activos fijos con recursos de corto plazo (cobranzas anticipadas)
- Imposibilidad de cumplir compromisos de entrega de productos
- Falta de actualización tecnológica en segmento línea blanca cocinas

El segundo producto obtenido del relevamiento permitió estructurar un entendimiento de los problemas comunes y particulares que enfrentaban las empresas, muchos de los cuales explicaban las causas estructurales de los bajos niveles de exportaciones de estas firmas. Los problemas y necesidades de las Pymes fueron consolidados en dos grupos: el nivel Macro<sup>175</sup>, para las necesidades referidas al clima de negocios en general, a las políticas públicas y los aspectos institucionales, todos típicamente en la órbita del sector público; y los niveles Meso y Micro, para necesidades que se sustraen a la órbita de instituciones intermedias (gremiales-empresarias y entidades de soporte o servicio) y al espacio de acción de las propias Pymes, respectivamente. Entre los inhibidores de desarrollo considerados más críticos por las empresas encuestadas se resaltaron los siguientes:

En el Nivel Macro prevalece la necesidad de fortalecer el marco de apoyo institucional para el desarrollo de la industria nacional y las exportaciones de las Pymes. Principales brechas mencionadas:

- Aspectos Institucionales

- Falta de definición explícita de una política industrial y de una estrategia exportadora país;
- Necesidad de moderación de las asimetrías existentes de promoción industrial dentro del bloque del Mercosur, del cual Argentina forma parte;
- Requerimiento de un impulso más agresivo a la estrategia de apertura de mercados externos para el país;

---

<sup>175</sup> Clasificación de niveles de acción siguiendo modelo propuesto por Consultora Booz Allen & Hamilton en el Informe de Experiencias en Promoción y Desarrollo de Pymes metalmeccánicas (2005)



- Necesidad de fortalecimiento de los sistemas de promoción de exportaciones y de soporte a las Pymes exportadoras;
- Necesidad de fortalecimiento del sistema de resolución de controversias (dumping, barreras comerciales, barreras para-arancelarias, permisos y licencias previas);
- Mejoramiento de la articulación de la industria con el sistema educativo, científico y de innovación tecnológico-técnica.

En el Nivel Meso-Micro prevalece la necesidad de dotar a las firmas de factores e instrumentos críticos que les permitan desarrollarse y crecer a tasas más agresivas. Principales brechas mencionadas:

- Aspectos Generales vinculados a las Capacidades de las Firmas + Aspectos Industriales

- Necesidad de construir una “actitud” exportadora / pro-crecimiento en la mentalidad del empresario pyme;
- Necesidad de profundizar el entendimiento sobre el funcionamiento de mercados externos objetivo y oportunidades comerciales;
- Requerimiento de mayor desarrollo de sistemas de articulación y cooperación sectorial (Foros de Competitividad, Instrumentos de Asociatividad);
- Necesidad de mayor disponibilidad y calidad de mano de obra calificada (programas de oficios, programas de reentrenamiento, re-instalación de escuelas técnicas);
- Mejoramiento de los sistemas y procesos productivos (aumentos de capacidad productiva-eliminación de cuellos de botella, productividad nominal, incorporación de tecnología, sistemas de calidad, gestión industrial, normalización/ estandarización);
- Fortalecimiento de las capacidades de desarrollo industrial (centros tecnológicos, centros de diseño, etc.).

- Aspectos Financieros nivel macro

- Necesidad de un ordenamiento fiscal -- devolución de impuestos en exportación, compensación automática de saldos técnicos impositivos;
- Requerimiento de mayores incentivos fiscales positivos para exportaciones e inversiones (reducción/ eliminación del impuesto a la exportación - comúnmente llamado retención, depreciación acelerada de bienes, exención del IVA a las inversiones

productivas, exención del impuesto a las ganancias a la renta reinvertida, etc.).

- Aspectos Financieros nivel meso y micro

- Necesidad de facilitar y profundizar el acceso al financiamiento no bancario para capital de trabajo, exportaciones e inversiones (Banco de Desarrollo, Mercado de Capitales, Instrumentos de crédito -- seguros de crédito, fideicomisos, sociedades de garantía recíproca, etc.).

Este ejemplo de relevamiento sirve para confirmar la idea de que la estrategia empresarial de las empresas argentinas, y en especial las del segmento pyme, se ve fuertemente influenciada por la situación que presenta el país. Y lo mismo acontece con la estructura y estrategia financiera seleccionada por los empresarios.

La lectura combinada de oportunidades y brechas hacía suponer que de removerse o allanarse una parte significativa de los problemas e inhibidores al desarrollo que enfrentaban estas Pymes, las tasas de crecimiento en general y de sus exportaciones en particular (o eventualmente de sustitución competitiva de importaciones) podrían haber sido incluso superiores a las proyectadas, y fundamentalmente, sustentarse en el tiempo hasta convertirse en motor de desarrollo de estas empresas.

La evidencia empírica de la muestra de empresas evaluada permite elaborar una lista de acciones observadas en materia de política financiera por parte de las empresas, las cuales no permiten respaldar las hipótesis subyacentes mencionadas previamente.

- Después de la crisis crece la preferencia hacia la autofinanciación de inversiones;
- Se observa una alta aversión al crédito bancario en todo tipo de empresas;
- Aquellas empresas que, pese a las limitaciones impuestas a nivel macro y meso, desarrollaron una importante presencia en mercados externos, presentaban una mayor apertura para tomar crédito bancario;
- Se pone énfasis en la actualización tecnológica y ampliación de capacidad productiva;
- Pese a la oportunidad de rápida recuperación de los mercados y la sustitución de importaciones, y más allá de que el acceso a créditos de largo plazo era muy restringido, no se observaba una elevada predisposición para buscar nuevas fuentes de financiamiento en el mercado de capitales o a partir de la apertura del capital.

Cabe destacar que al momento de realizar esta investigación, las tasas de crecimiento de la economía eran muy elevadas por el fuerte proceso de

sustitución de importaciones y las empresas argentinas en general habían pasado de ciclos operativos de caja con alta demanda de fondos a ciclos operativos de caja donde en muchos casos se observaban necesidades operativas de fondos negativas en función del cobro de anticipos de ventas<sup>176</sup>. Existía durante este período un excedente de liquidez en las empresas encuestadas, lo cual eliminó temporalmente de su agenda la problemática del acceso al crédito bancario.

Al analizar estas señales, inhibidores y brechas de empresas pymes consolidadas, se pueden vislumbrar la influencia de las políticas nacionales y la presencia de una elevada heterogeneidad de decisiones en materia de política financiera, y finalmente concluir que las señales que surgen a partir de las diferentes estrategias empresarias tendrán un impacto mayor en la medida que los empresarios presenten una mayor apertura mental hacia el análisis de todos los medios disponibles para financiar sus activos.

### **- La deuda como señal informativa**

Muchos se preguntan porque las empresas pyme evitan el crédito bancario. Más aun si se considera que la deuda ofrece bajo determinadas circunstancias ventajas a nivel impositivo, ventajas a nivel señalización para reducir la AI, tiene un costo más bajo en relación al costo del capital propio, y en coyunturas económicas favorables facilita el crecimiento a partir de un apalancamiento positivo.

Si bien la presencia de bancos en la financiación empresarial ha ido recuperando su participación en nuestro país en la medida que fue desarrollándose la última década, el crecimiento se ha estancado en los últimos dos años y no se logra avanzar hacia niveles de bancarización relevante, y tampoco hacia un nivel de participación más importante de la banca en la financiación de proyectos de empresas pyme.

Los bancos tienen la tendencia de otorgar plazos cortos dado que tienen mayor capacidad de control procurando reducir el problema del riesgo moral. Sin embargo esta alta proporción de créditos de corto plazo no está correlacionada perfectamente con la financiación de operaciones de las pymes ya que destinan parte de estos créditos de corto plazo para proyectos o activos de largo plazo, ya que utilizan un eventual *revolving* de créditos cortos para financiar sus inversiones de largo plazo. No obstante lo mencionado, la existencia de esta brecha del mercado de crédito bancario, si bien impacta más en pymes, es independiente del tamaño de la empresa solicitante de fondos.

Jensen (1986) a su vez analiza el efecto positivo de la deuda, reduciendo los costos de agencia en que deben incurrir los accionistas para monitorear a los administradores. El gerente se ve obligado a administrar eficientemente la empresa, de forma de generar los flujos suficientes para hacer frente a los pagos de deuda. En pymes esto es relativo, ya que hay un

---

<sup>176</sup> Situación especialmente observada en empresas fabricantes de maquinaria agrícola, con cobranzas anticipadas que superaban los 6 meses de venta durante el período 2002-2003 y 2004.

seguimiento importante de la gestión del administrador por parte del empresario pyme (además de los casos en los que el administrador principal es directamente el empresario pyme).

Los costos de agencia entre empleador y empleados existen en diversos aspectos de la vida empresarial, y si bien es cierto que los costos de agencia pueden ser atenuados cuando la empresa tiene compromisos y objetivos de gestión exigentes (de cualquier índole y que obligan a una buena performance de sus empleados), en materia financiera, el accionar del conjunto de la firma pyme es la que permitirá la generación adecuada de los recursos y no sólo la prestación que le toca a un gerente, supervisor o jefe del área financiera. Apoyan mi postura algunos trabajos que tocan el tema de la separación propiedad – administración. Watson y Wilson (2002) y Cardone Riportella y Carzola Papis P (2000), quienes consideran que es muy bajo el porcentaje de empresas pymes en las cuales existe una clara separación entre administrador y dueño, e incluso en los casos que se observe algún tipo de separación, es difícil que en la decisión de tomar deuda no haya participado el dueño.

La señal positiva de la deuda hacia el prestamista se debe fundamentalmente al proceso de conocimiento mutuo que se va desarrollando entre empresas y bancos. Por ello se puede considerar como muy importante al primer crédito que una empresa accede, ya que hasta ese momento el prestamista desconoce la capacidad de respuesta financiera y moral del prestatario. Si bien en la relación proveedor cliente también es, en ciertas ocasiones, acceder al primer crédito en cuenta corriente, una vez dado este primer paso, la misma historia que se va generando a través de facturaciones y pagos sucesivos, en momentos de bonanza y crisis, van marcando el sendero que reduce sensiblemente la AI. Del mismo modo, aquellas firmas y/o sus dueños clasificados como no confiables, pueden estar años esperando una nueva oportunidad de otorgamiento de crédito más allá que los resultados de sus respectivas empresas así lo justifiquen. En la relación cliente-proveedor el factor del “carácter” de los titulares de una pyme resulta un factor determinante.

Según el informe del Observatorio Pyme (2007), un tercio de los empresarios tiene o ha tenido algún proyecto de inversión frenado por falta de financiamiento bancario. Pero al mismo tiempo hay una importante recuperación en las estadísticas de los que obtuvieron créditos. En los años 2003 y 2004 sólo el 37% de los empresarios que se acercaron a un banco por financiamiento lo consiguieron; mientras que hacia el 2007 ese indicador rondaría el 80%. El 35% de las empresas del panel que no solicitó créditos bancarios durante el 2005, adujo no tener necesidades de financiamiento externas. Un 26% no lo hizo por considerar elevados los costos y cortos los plazos de los créditos; un 23% se refirió a incertidumbre en el contexto económico y casi un 7% no recurrió a los bancos por deudas fiscales o financieras.

Rodríguez et.al. (2001) estudió los determinantes del crédito a firmas en Argentina y encontraba que el costo de crédito es menor y que la disponibilidad de créditos es mayor para firmas sólidas, que ofrecen garantías, que tienen una buena historia crediticia, y que tienen vínculos más estrechos con la entidad

financiera. Es precisamente una historia crediticia sin problemas lo que contribuye fuertemente a reducir la AL., y como construir eficazmente tal historia es parte de las soluciones que busca aportar este trabajo.

Esta evidencia es consistente con otros estudios y relevamientos previos. En un relevamiento de FIEL (1996), se encuentra que el crédito externo es casi inexistente para las PYME. Menciona que el 70% de los encuestados contestan que la reinversión de utilidades es su principal fuente de financiamiento, mientras que el aporte de los propios socios representa 12,5% en casos PYMES y 7,3% de grandes empresas. Estudios realizados por la Cámara Argentina de Comercio revelan que el 45/50% de los comerciantes no tiene relación con los bancos, mientras que del resto el 35% mantiene solamente una relación transaccional; asimismo expone que para el 70% del sector la principal fuente de financiamiento es la reinversión de utilidades, mientras que para un 30% los proveedores representan una fuente relevante de financiamiento. Asimismo un relevamiento de la Unión Industrial Argentina (2003) muestra que en la estructura de financiamiento de las empresas relevadas el capital propio (inicial más reinversión de utilidades) representaba a 2001 el 59.5% del financiamiento total (respecto de un 55.6% en 1994), mientras que otras Deudas (que incluye a Proveedores) representaba en 2001 un 33.4% del financiamiento total (contra un 27.1% en 1994), siendo que finalmente un 7.1% está financiado con bancos (contra un 17.3% en 1994). Estas cifras son consistentes con las que surgen de relevamientos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (1999) y con el Informe Socma (1998) en el cual se destaca que solo un 17% del crédito del sistema financiero tenía como destino al segmento de empresas pymes.

Dado que el mercado es incapaz de valorar correctamente la solvencia de las empresas a las que debe financiar, la deuda de las empresas más solventes o de mayor calidad quedan infravaloradas mientras que las empresas menos solventes o de calidad más baja pueden llegar a recibir una sobrevaloración de su calificación de riesgo. El grado de infra y sobre valoración de la deuda a largo plazo es mayor que en el caso de la deuda a corto plazo. Para las empresas de mayor calidad crediticia su deuda de largo plazo se observa más infravalorada que su deuda de corto plazo. A la inversa, para las firmas menos solventes, la deuda de largo plazo se encuentra más sobrevalorada. En esta línea de pensamiento se encuentran los trabajos de Diamond (1991) y Kale y Noe (1990).

Según estos autores cuando existe deuda con riesgo de crédito a diversos plazos es posible detectar la calidad de las empresas a partir del plazo al que emiten sus deudas. Las empresas de más elevada calidad crediticia son detectadas porque emiten más deuda a corto plazo y esto se justificaría en el hecho de tratarse de la deuda menos infravalorada. Estas empresas señalan su calidad acortando el plazo de sus obligaciones.

La aplicabilidad de la preferencia por deuda de corto o largo plazo es muy discutible en el caso de las pymes argentinas. Si bien es empíricamente contrastable la existencia de empresas que marcan cierta preferencia por deuda de corto plazo con el objetivo de renovar las líneas a tasas más bajas

cuando el mercado reconozca una mejor posición relativa de la firma, en la Argentina, las líneas de corto se toman en muchas ocasiones porque no existe la alternativa de deuda de largo plazo, y se toman en respuesta a las variaciones del capital de trabajo operativo poco previsible en algún período del año. Luego no muchas empresas pyme tienen la posibilidad de precancelar líneas ante la oferta de nuevas líneas de corto que reemplacen a las líneas más caras. Asimismo la preferencia por deuda de diferente plazo asume un contexto de oferta permanente de crédito para empresas, algo que no ocurre en la Argentina.

Diamond (1993) argumenta que una empresa con baja calificación crediticia preferiría tomar deuda de largo plazo ante la eventualidad de no poder responder a vencimientos de corto plazo. Se puede coincidir con Briozzo-Vigier (2006) en el sentido que las empresas con pobre calificación no pueden, aunque quieran, acceder a líneas de largo plazo, aunque no por ello es válido señalar que empresas de alta calificación crediticia son prestatarios recurrentes de líneas de corto plazo debido a que tienen un riesgo muy bajo de tener que refinanciar deudas. Las empresas de mala calificación crediticia podrán acceder a lo sumo a líneas autoliquidables con cheques de primera línea, y las empresas de alta calificación crediticia y alta liquidez tomarán líneas de corto sólo cuando les resulta atractivo el costo y para situaciones puntuales. Si a una empresa le ofrecen la posibilidad de tomar deuda según las necesidades diarias de fondos y a la tasa más baja (ej. Call interbancario) podría preferir esta opción pero siempre que tenga cierta seguridad respecto de la sostenibilidad en el tiempo de este mecanismo de crédito de corto plazo. Puede también optar por recurrir a préstamos a tasas más elevadas pero a mayor plazo buscando previsibilidad en relación a los recursos financieros para sostener la actividad empresarial.

La evidencia pasada y actual nos demuestra que tanto la reinversión de ganancias, como el crédito de proveedores, representan la principal fuente de financiamiento de las empresas PYME en Argentina, lo cual es perfectamente lógico, ya que son las fuentes menos expuestas a costos de asimetría de información. Asimismo son las fuentes que menos necesitan de una calificación crediticia para evaluar la capacidad de repago, ya que respecto de la fuente reinversión de ganancias el propio propietario sabe mejor que nadie la verdadera naturaleza de las operaciones que realiza la pequeña y mediana empresa, mientras que la fuente proveedores puede requerir de ciertos elementos de calificación, pero al estar motivada en operaciones comerciales susceptibles de repetición en el futuro, prima la relación de confianza que se pueda ir construyendo entre las partes; asimismo en muchos casos el prestatario necesita del proveedor para seguir operando, lo que le da a la relación un marco diferente.

A partir de la aversión hacia el crédito bancario, algunos empresarios utilizan en mayor medida el crédito de proveedores sin considerar que el crédito comercial (*trade credit*) es muchas veces más caro que el crédito financiero si se consideran los descuentos por pronto pago ofrecidos. Además este tipo de crédito tiene menor poder de uso como señal en comparación al

crédito bancario ya que normalmente no se informa en las bases de riesgo de los bureau de crédito.

### **- Cláusulas contractuales específicas**

El marco jurídico constituye un elemento central en los contratos de crédito dado que protege el cumplimiento de los derechos y obligaciones de las partes. Cuando el marco jurídico favorece a los deudores (empresas prestatarias) en contra de los acreedores (bancos) la brecha financiera se incrementa. Además se hace más profunda cuando se trata de pymes, dado que son consideradas como altamente riesgosas por parte de las instituciones bancarias y tal consideración tiene sustento en la alta tasa de mortalidad que presenta el segmento pyme. Por tal motivo se busca determinar cuáles son los elementos que pueden aportar para reducir la ya señalada brecha financiera.

La teoría de la agencia nos señala que ningún agente es confiable y que siempre que pueda sacar alguna ventaja respecto del principal lo hará. Sin embargo existen agentes que pueden ser merecedores de confianza con prescindencia de que puedan o no ser controlados o monitoreados. Siendo el agente la empresa prestataria y el principal la entidad prestamista, el grado de desconfianza será la medida para determinar los mecanismos de control y resguardo en cualquier contrato de préstamo financiero.

En la relación de agencia que se establece entre prestamista y prestatario, el banco (principal) obliga (o le encarga) a través de un contrato a la empresa (agente) para que a través de la generación de recursos devuelva el capital más los intereses pactados y produzca así el retorno esperado por el principal. Existe abundante evidencia de la existencia de conflictos de intereses entre el prestatario y el prestamista, uno de cuyos orígenes nace con la AI. A continuación se mencionan algunas situaciones que plantean intereses contrapuestos entre las partes:

- los bancos desean acordar la mayor tasa de interés posible, las empresas fondearse a la tasa más económica posible;
- los bancos prefieren tener un porcentaje elevado de depósitos no remunerados (cuentas transaccionales), las empresas prefieren minimizar los fondos sin remunerar en bancos;
- los bancos ofrecen líneas a cambio de reciprocidad por contratación de servicios remunerados, las empresas buscan reducir el costo de los servicios bancarios;
- los demandantes de crédito tenderán a ocultar cualquier riesgo asociado a su proyecto a los efectos de negociar un mejor precio (tasa) por configurar un menor riesgo, los bancos quieren obtener la mayor información posible;
- las empresas desean tomar la deuda justa y necesaria de acuerdo a sus necesidades diarias de fondos, los bancos buscan colocar sus fondos a partir de líneas de préstamos estandarizadas;

- los empresarios prefieren recibir préstamos de acuerdo a la capacidad de la empresa sin el otorgamiento de garantías reales y/o personales, los bancos requieren colaterales para minimizar el riesgo.

El problema del financiamiento y el diseño de un contrato óptimo de deuda han sido trabajados por una gran cantidad de autores y de forma muy variada, y no es el objeto principal de esta tesis doctoral. Sin embargo resulta importante señalar que algunas cláusulas contractuales pueden servir de señales que colaboren a reducir el racionamiento del crédito al segmento pyme. Y como no es posible incorporar en un contrato todas y cada una de las contingencias futuras en una relación prestamista-prestatario, vale la pena el intento de destacar algunos elementos clave que, ante la inevitable y permanente existencia de AI, pueden facilitar un decisión favorable por parte de los prestamistas a la hora de decidir respecto al otorgamiento de un crédito.

En la práctica cotidiana de préstamos financieros para empresas pyme, los contratos de deuda no son demasiado sofisticados, son en general modelos estandarizados poco complejos, lo cual a la hora de firmar facilita la negociación entre partes, pero a futuro puede generar una problemática más compleja a la hora de la resolución de conflictos.

Cuando nos preguntamos si es positivo profundizar la estandarización de contratos para préstamos financieros la respuesta parece resultar afirmativa. Aunque definitivamente no es la mejor opción ya que ningún cliente es igual que otro, no tienen las mismas necesidades ni los mismos objetivos. La estandarización de contratos da lugar a la posterior estandarización de controles lo cual sumado a la usual falta de capacitación de los asesores de crédito puede llevarnos a cometer los mismos errores de selección adversa que precisamente queremos evitar.

Para que los contratos sean cumplibles y sirvan a al mismo tiempo como elemento de señalización que facilite una decisión favorable del prestamista, deben cumplirse las siguientes condiciones, que pueden clasificarse como de carácter general, y de carácter particular por tipo de empresa y/o sector de actividad empresarial:

- Algunas condiciones básicas de carácter general:

- existencia de fianzas personales independientemente de que exista una manifestación de bienes que de sustento económico a tal fianza (esto genera compromiso más que eliminación directa de riesgo moral);
- en el caso de líneas de largo plazo (para inversiones en activo fijo) los mismos activos objeto de la inversión tienen que constituirse como garantía de los préstamos;
- cuando los préstamos (sean de corto, mediano o largo plazo) son por un monto relevante en relación al nivel de activos de la firma prestataria, los activos colocados en garantía deben ser una pieza vital para el funcionamiento de la empresa (sin ellos la empresa difícilmente pueda continuar, con esto evitamos parcialmente el riesgo moral);



- compromiso de reinversión de utilidades a los efectos de mantener un porcentaje mínimo de capital propio;
- reducción de tasas y/o ampliación de plazos como premio por buen cumplimiento contractual de parte del prestatario;
- habilitación permanente para la realización de auditorías con compromiso de confidencialidad de información;
- cláusulas de precancelación anticipada sin la presencia de las elevadas penalidades que generalmente se aplican.

- Algunas condiciones particulares por tipo de negocio o sector de mercado

- en préstamos a largo plazo para empresas con ratios de endeudamiento elevados (por encima en más de un 20% de la media de su sector de mercado, o en general niveles de capital de terceros superiores al 70%) deben existir cláusulas de pérdida de control accionario ante incumplimiento de pago;
- esquemas de amortización de los préstamos en base a las características particulares del negocio (en lugar de tener sistemas de amortización preestablecidos del tipo francés o alemán<sup>177</sup>);
- obligación de la empresa de brindar información de mercado con frecuencia mínima trimestral.

El mayor riesgo asociado al segmento pyme se justifica también por la dificultad de lograr el cumplimiento fiel de los contratos y en la dificultad de ejecución<sup>178</sup> de las garantías ante precisamente los eventuales incumplimientos que surgen.

Adicionalmente en un contrato de garantía recíproca entre una SGR y una empresa socio participe de dicha SGR, podría ser positiva la inclusión de algunos elementos, no tanto de tipo cuantitativo en relación al cumplimiento de pago de las obligaciones, sino más bien en cuanto al relajamiento de las contragarantías y de tipo cualitativo en relación a obligación de ir facilitando los mecanismos de conocimiento recíproco y aportes a un mejor conocimiento sectorial.

Las SGR especialistas por sector de mercado (o SGR de cadena de valor) debieran tener ventajas informativas en relación a los bancos. Por tal motivo, a lo largo del tiempo tienen la misión de poder clasificar y distinguir el riesgo de quiebra (o muerte de la empresa) del riesgo de cesación de pagos, lo cual no siempre deriva en la desaparición de las firmas. En este sentido, algunas condiciones que podrían incluirse en el futuro en los contratos de garantía recíproca serían los siguientes:

<sup>177</sup> No se menciona el sistema de amortización americano o pago bullet, ya que difícilmente una pyme pueda acceder a un préstamo financiero a largo plazo con estas características, algo que si es posible para préstamos amortizables a corto plazo hasta 1 año de plazo.

<sup>178</sup> La experiencia demuestra que el porcentaje de recupero es bajo. Es muy eficaz el estudio jurídico que recupera el 50% de los créditos a cobrar. Una empresa comercial se dice que tiene una cartera de clientes sana cuando el porcentaje de incobrabilidad no supera el 3% anual respecto a lo facturado.

- escala de reducción gradual de las contragarantías exigidas al socio participe en la medida que se van cumpliendo diferentes contratos de garantía recíproca en forma sucesiva;
- relajamiento gradual del tope máximo de cesión de créditos por cliente;
- reducción de fee de garantía en función del aporte informativo de mercado del socio partícipe;
- extensión de los avales (a través del fondo de riesgo de la SGR) ante la primera situación de shock desfavorable en el socio partícipe, para facilitar una primera oportunidad de refinanciación de compromisos (con la precaución de no crear en el empresario la falsa idea de una SGR como prestamista de última instancia);
- eliminación inmediata de los avales ante situaciones de desvío de fondos hacia proyectos no comprometidos con la SGR y que hayan repercutido en una caída abrupta de los flujos operativos de la firma.

Lo expuesto en este acápite merece sin dudas un análisis muchos más profundo y detallado. Sin embargo no puede dejarse de lado el tema de los contratos y sus cláusulas dentro del conjunto de señales necesarias para mitigar la AI. Desde luego, la importancia decrece sensiblemente cuando el marco legal que se da a través de las instituciones que tienen que hacer cumplir lo acordado no responde en la medida que las circunstancias lo requieren<sup>179</sup>, y en estos casos no habrá ni garantía ni contrato de préstamo que sea suficiente para avanzar en un proceso de reducción del racionamiento del crédito.

### **- Utilización de facilitadores financieros y técnicas de administración financiera**

Es fácil de diagnosticar la falta de preparación en materia financiera en las pequeñas y medianas empresas. Falta de preparación que repercute no solamente en la gestión sino también la posibilidad de acceder al crédito bancario. En muchas ocasiones una empresa pequeña no sabe cómo seleccionar ante que banco presentarse, cómo presentarse, que productos financieros solicitar, y como será evaluado para determinar el nivel de riesgo de su empresa.

Es en estas ocasiones cuando se hace propicia la asistencia externa que facilite una relación más fluida de las empresas con los bancos, y que capacite a los cuadros internos de una firma acerca de cómo poder anticipar las necesidades de fondos y también eventuales excedentes para maximizar su rendimiento. Esta asistencia externa proveniente desde lo que podríamos llamar un facilitador financiero podría servir para:

- Relacionamiento y presentación de la empresa con el sistema financiero: aquí la principal misión es establecer una comunicación fluida entre las

---

<sup>179</sup> En relación al tema institucional de la justicia en la Argentina se requeriría un trabajo ad hoc para su análisis pormenorizado. Existen diferencias difíciles de interpretar entre juzgados de diversas jurisdicciones a la hora de tener que avanzar con pedidos de quiebra antes situaciones análogas en relación a instancias de morosidad, documentación de respaldo y títulos ejecutivos vigentes.

entidades financieras y las empresas que necesitan dinero. No pasa tanto por convencer a los bancos sino trabajar en la reducción de la AI exponiendo pasado, presente y futuro de la empresa. Los prestamistas evaluarán y decidirán, pero si se los asiste para entender a la empresa solicitante del crédito y el mercado en el que opera, la pyme tendrá más posibilidades de éxito.

- Asesoramiento, gestión del crédito y tramitación: aquí la tarea consiste en tramitar correctamente el crédito en los bancos. Saber a quién dirigirse en los bancos, cumplir las formalidades de todo legajo de crédito, conocer lo que ofrece el mercado financiero cada semana e intentar que los bancos compitan por captar a la empresa como cliente (con la consecuente mejora de condiciones), evaluar costo-beneficio de cada alternativa de financiación comparando equivalencia de tasas, plazos, condiciones de precancelación, colaterales requeridos. Muchas veces se subestima un seguimiento ordenado de la documentación completa a entregar a los bancos y el facilitador debe ordenar este proceso.
- Capacitación en finanzas e informes de gestión: ayudar a los empresarios pyme al armado de una cuenta económica y flujo de fondos mensual. Esto no sólo se utiliza para gestión sino que amplía el campo de conocimiento que se puede brindar a un banco<sup>180</sup>.

Existe el antecedente de este asesor externo "facilitador de crédito" en España. El "facilitador financiero" es un instrumento público<sup>181</sup> diseñado por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) para ayudar a autónomos y pequeñas y medianas empresas a acceder a la financiación de las entidades de crédito. Es un instrumento gratuito, que no supondrá ningún costo para los empresarios aunque su puesta en marcha implicó una erogación para el estado. El objetivo final es atender las dificultades de acceso a la financiación que tienen proyectos viables, rentables y solventes, afectados por las especiales circunstancias por las que atraviesa el mercado financiero. El grupo de intermediarios (facilitadores) inicial era un total de 70 personas prejubiladas del sector financiero, con amplia experiencia en el área crediticia. Canalizan las solicitudes que realicen las pymes y autónomos con necesidades de financiación de inversión y circulante (importe máximo de dos millones de euros) y que se hayan rechazado. Estos asesores podrían estudiar hasta 200 mil solicitudes de crédito. El periodo de vigencia de esta iniciativa se prolongará hasta 2012<sup>182</sup>.

---

<sup>180</sup> La exposición de cuenta económica mensual a bancos dependerá de la existencia de operaciones informales o no. En caso de existir se complica la administración de información ya que, por obvias razones, la pyme tendrá que armar dos cuentas económicas distintas (la formal y la que incluye las operaciones informales). Es precisamente por motivo de la parte de operaciones informales que se dificulta la reducción de AI con los bancos al no poder compartir información de gestión que las incluye.

<sup>181</sup> Si bien la experiencia indica que las tasas de interés disminuyeron en España, el proyecto de facilitadores por el momento no ha prosperado. Existen artículos relacionados con la iniciativa que informan acerca de la obtención de un solo crédito después de tramitar 400 peticiones, y dirigiendo críticas al gobierno por el mal uso del presupuesto de 10 MM euros para esta iniciativa sin éxito.

<sup>182</sup> Las compañías tienen que cumplimentar los datos de un formulario que permitirá valorar si la solicitud se ajusta a los requisitos establecidos y si el proyecto es viable. En caso afirmativo, se admitirá a trámite y se deberán aportar los documentos requeridos. El nuevo intermediario financiero sólo trabajará con las entidades que hayan suscrito un convenio de colaboración con el ICO. Si una entidad no forma parte de este programa de ayuda a empresas, el cliente deberá elegir otra para que el facilitador pueda intentar la consecución del crédito. Éste analizará la posibilidad de encajar la solicitud en alguna de las líneas abiertas por el ICO para facilitar liquidez a las empresas y trasladará al

En lo que se refiere a la formación de los cuadros internos de una pyme, incluyendo a los mismos propietarios dentro de las personas a capacitar, la misión básica consiste en que un pyme pueda plasmar en un flujo de fondos proyectado la situación esperada por la empresa, y dado que de los trabajos de campo, entrevistas y encuestas incluidas, se desprende que en general la mayoría de las empresas conocen muy bien el negocio en el que operan, es simplemente una cuestión de aprendizaje y organización. Mientras más realista sea la información financiera provista a los bancos más se va a facilitar la tarea de los mismos, además de ajustar la situación crediticia de una empresa a su situación real.

No es fácil creer que una empresa que presenta cierta información en sus estados contables, ya sea para fines legales o impositivos, presente información notoriamente distinta en cuanto a las proyecciones que realiza de sus estados financieros. Sin embargo, es precisamente la acción de un facilitador financiero la que puede contribuir a conectar las partes. Evidentemente el empresario, aunque requiera de crédito bancario, será reacio a hablar directamente de ciertas irregularidades en la exposición de sus estados contables, y una figura externa a la empresa puede facilitar esta tarea. Esto debe ser visto como beneficioso tanto para la empresa como para el banco en cuestión. Dado que, al trabajar sobre información que refleja su verdadera situación, como así también las proyecciones realistas que tiene en cuanto a crecimiento y capacidad de repago, es que se facilita el otorgamiento de créditos.

Cabe mencionar que mientras subsista una situación económica, legal y judicial donde a las empresas les resulte más barato financiarse con aspectos informales en su gestión (como la evasión de impuestos y de pagos de seguridad social, que le origina potenciales pasivos ocultos) aún a costa de resignar posibilidades de acceso al financiamiento tradicional, la situación mencionada no será posible de revertir, y una mayor transparencia en la información que facilite descubrir este tipo de situaciones no será brindada salvo por aquellas empresas que opten por calificar formalmente dentro del mercado financiero de crédito.

#### **- Uso de sistemas de garantía como señal inicial**

La obtención de un préstamo bancario basado en las garantías constituye un problema específico para las pequeñas empresas en crecimiento: cuanto más rápido es el ritmo al que crece la empresa, mayor es la brecha entre el financiamiento requerido para comprar plantas y equipos adicionales y

---

cliente la respuesta final del banco o caja. Para desarrollar la iniciativa, el ICO dispondrá de una mayor infraestructura, mediante la creación de una aplicación informática y un "call center" que canalizará las solicitudes. También está previsto crear una central de análisis de riesgo con profesionales con dilatada experiencia en finanzas, donde se estudiará cada caso. El ICO puso a disposición de pymes y autónomos una red territorial de asesores financieros que analizan la solicitud de crédito, orientan a los demandantes sobre su expediente e intermedian entre estos y las entidades financieras para que revisen o recanalicen el caso. Estos expertos se ubican en las instalaciones de las instituciones colaboradoras en toda España, de manera similar a la ventanilla única de las cámaras de comercio.

el valor colateral de los activos de la empresa para asegurar dicho financiamiento.

Dependiendo de la coyuntura económica de cada momento, la diferencia en los niveles de tasas de interés aplicables sobre los préstamos a empresas pyme por encima de las tasas vigentes para grandes empresas puede ser relativamente pequeña<sup>183</sup>. Dado que los bancos no comparten el éxito de las empresas pero si sufren las pérdidas ante un fracaso empresario, la rentabilidad de una cartera de préstamos a firmas pequeñas requerirá la minimización de incumplimientos con relación a los créditos<sup>184</sup>.

Si las entidades financieras otorgaran préstamos sin disponer de información suficiente que les permita evaluar la capacidad futura de pago de las empresas tomadoras de fondos, se colocaría al sistema financiero en una situación muy dificultosa. Entre los factores que determinan la capacidad de repago de una empresa, y siguiendo lo expuesto precedentemente, puedo mencionar los siguientes:

- capacidad de los directivos para alcanzar éxito en la gestión;
- reputación representada por la integridad, solvencia moral y honestidad de quienes manejan la empresa;
- capital, compuesto por el conjunto de recursos financieros;
- posicionamiento de la empresa en el mercado que se desenvuelve;
- garantías, cobertura colateral que se le brinda a un préstamo.

Pero como bien sabemos, cuando hablamos de capacidad de pago futura estamos haciendo estimaciones acerca de que puede resultar bien y que puede resultar mal. Ante la eventualidad de que las cosas resulten mal, pese a haber hecho un proceso correcto de evaluación, es que se hace necesario contar con colaterales de respaldo que garanticen al prestamista, y con más énfasis para las empresas que se relacionan por primera vez con una entidad de crédito.

La exigencia de una garantía o colateral por parte de los bancos constituye uno de los mecanismos para reducir el riesgo moral en un contrato de préstamo financiero. La presencia de garantías, en caso que sean consideradas valiosas<sup>185</sup> para el deudor, genera un incentivo para cumplir los compromisos contractuales. Los bienes a ser utilizados como colateral necesitan cumplir las siguientes condiciones básicas:

- derechos de propiedad bien definidos
- derechos de los acreedores adecuados

---

<sup>183</sup> En la Argentina, el BCRA establece penalidades para los bancos que apliquen tasas de interés que superen una proporción determinada por circulares periódicas de la autoridad monetaria. Estas penalidades se materializan a través de requisitos de provisionamiento de cartera por el riesgo incurrido, lo que afecta su nivel de rentabilidad.

<sup>184</sup> Mason (1998) cita una investigación del Banco de Inglaterra (1992), a través de la cual se descubrió que el spread promedio de tasa de interés aplicada a los préstamos destinados a las empresas pyme empresas era de 2,96%, por lo que si 1 sola de 33 empresas incurriera en incumplimiento, ello sería suficiente para que ese margen desapareciera

<sup>185</sup> Por garantía valiosa me refiero a que el bien otorgado como colateral por el deudor tiene una importancia fundamental para el funcionamiento de la empresa.

- alto grado de liquidez.<sup>186</sup> de los activos utilizados como colaterales

En función de lo expuesto, cuando una pyme busca conseguir su primer crédito al momento de iniciar su relación en una institución bancaria tiene la gran dificultad de enfrentar el más alto grado de asimetría de información ya que no existe historia previa ni crediticia ni transaccional.

En estos casos, aunque la calificación por el método tradicional de scoring sobre ratios económico-financieros arroje resultados favorables, cualquier crédito amortizable por un monto más o menos significativo no sólo requerirá de colaterales, sino que además estos colaterales deberán cumplir todas las condiciones básicas precedentemente enumeradas.

Aquí es donde toma fuerza la figura de un sistema de garantías, y en el caso argentino la figura de la SGR como primer aval a presentar a un banco.

Si bien no todas las SGR llevan adelante una calificación de riesgo, sus respectivos fondos de riesgo son fácilmente evaluables por una entidad financiera. Inclusive cuando los socios protectores son empresas, en general estas ya tienen cierta reputación en el mercado financiero, que en caso de ser favorable, facilitan la aceptabilidad de este tipo de avales por parte de un prestamista.

Una SGR bien conceptuada, debido a sus antecedentes (y/o de sus socios protectores), estrategia de negocios, estructura organizacional, tecnología y soporte comercial, administración de activos, inversiones y posición financiera, facilita el acceso al primer crédito de la pyme.

Una vez que se entabla la relación comercial con el banco, avales de SGR por medio, la misma historia de la relación reduce la AI, y es fácilmente observable como las renovaciones de líneas, ampliaciones, y nuevas propuestas de créditos se suceden, siempre en la medida de una adecuada performance de cumplimiento por parte de la pyme socio partícipe de la SGR y deudora de la entidad bancaria.

## 3.6) Conclusiones

### Hipótesis I

**Un porcentaje bajo de empresas pyme está en condiciones de ofrecer la información y las garantías que el sistema financiero local requiere para el otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo**

*La hipótesis ha sido parcialmente confirmada en el marco de esta investigación.*

---

<sup>186</sup> La liquidez de un activo es la propiedad con la que son clasificados en virtud de los diferentes tiempos que normalmente requieren para transformarse en disponibilidad de efectivo.

*Desde la demanda de crédito, aun habiendo fondos disponibles en el sistema financiero, si bien la evidencia expone que las pymes no siempre califican como sujetos de crédito, en parte se debe a que muchas de sus acciones incentivan esta descalificación crediticia. Asimismo la evidencia ofrecida permite afirmar que la autoexclusión crediticia supera al nivel de rechazo de demandas de crédito bancario.*

De acuerdo con los distintos trabajos de investigación evaluados, y a mis propias validaciones empíricas, dependiendo del tamaño, cadena de valor en la que participan y características personales de los socios, las razones que alejan a una empresa del crédito bancario provienen tanto de factores ajenos a la empresa como de factores propios. Y lo expuesto aplica tanto a situaciones de autoexclusión como así también cuando una empresa es rechazada en su intento de acceder al crédito.

Los conjuntos selectivos de información que requieren los bancos no siempre son aquellos que pueden generar las pymes. Estamos en presencia de dos objetivos para lograr una reducción de la AI y aumentar el número de transacciones de crédito que se concretan. Una vez que el nivel de transaccionalidad recíproco crece, la AI se reduce y se disminuyen sensiblemente los requerimientos informativos de los bancos.

Entre los factores que son internos a la empresa, y por lo tanto de su propia responsabilidad, podemos incluir a los sistemas de información contable y a la evasión impositiva.

Muchos empresarios tienen dudas y también prejuicios respecto a cuán difícil es calificar para un crédito en un banco. En el capítulo 5 y más adelante en estas conclusiones, puede observarse que los esquemas de análisis de riesgo y sistemas de scoring utilizados por bancos no implican la provisión de información compleja (salvo para la preparación de algunos flujos de fondos) y podemos concluir que generalmente es más arduo completar el legajo crediticio en sus aspectos formales referidos a documentación societaria.

En el capítulo 3 analizamos las limitaciones que presentan los sistemas de información contable (sic) en su búsqueda de confiabilidad y verificabilidad. En resumen de lo expuesto son observables algunas características que pueden incluso generalizarse para otros segmentos de empresas del conjunto pyme:

- Falta de consistencia en la información disponible. Es muy difícil que un banco otorgue adecuadamente un crédito cuando la mayoría de las pequeñas y medianas empresas no cuenta con sistemas de información que permitan efectuar un adecuado análisis financiero ya que el sistema discrimina contra quien no puede generar la información que desean los bancos;
- Los proyectos de nuevos negocios o empresas, que no poseen prospectos de información contable, difícilmente lleguen a ser siquiera evaluados y son directamente racionados;

- Los bancos carecen, en general, de conocimiento específico de las distintas actividades. Resulta poco probable poder contar con una estructura capacitada en todos los sectores de negocios de una economía. Se mantienen los análisis de tipo generalista y es poco lo que una pyme en particular puede hacer para cambiar esta limitación;
- Las pymes carecen en general de gerenciamiento calificado para revisar lo actuado por los estudios contables o bien para generar un sic integral;
- La gran mayoría de las empresas desdeña la información contable, económica y financiera;
- En general las empresas pyme no confeccionan presupuestos, no tienen objetivos formalizados y no preparan proyecciones económico – financieras;
- Los altos niveles de evasión impiden alcanzar un sic integral que facilite la relación empresa – banco;

El problema central es que los sistemas de información, que proveen a las pequeñas y medianas empresas argentinas de información financiera (para presentar a organizaciones públicas) y financiera y no financiera para la toma de decisiones no está, en términos generales, en condiciones de elaborar lo que requiere una entidad financiera para evaluar correctamente la capacidad de repago de los préstamos.

Pese a lo expuesto es importante aclarar que a medida que se reduce el grado de economía informal en una pyme, que participa en cadenas de valor con empresas de mayor envergadura, y los accionistas establecen una clara distinción entre los flujos económicos y financieros de la empresa y los de la familia, nos encontramos con empresas que, en general, no tienen problemas de calificar para créditos bancarios.

Sin embargo la autoexclusión del crédito bancario está presente tanto en el segmento de empresas que puede calificar (empresas con calidad informativa) como en el segmento que no está en condiciones de calificar.

La evasión impositiva es un factor que tiene estrecha relación con el sic. Al mismo tiempo, el cumplimiento de las normas previsionales e impositivas constituye otra buena señal para los bancos.

Los conceptos vertidos en el capítulo 3 son más fácilmente observables en empresas más pequeñas dentro de la cadena de valor de pymes industriales. En los casos incluidos en mis propios trabajos de campo, se trata de empresas con relación directa con grandes empresas, tanto en su rol de clientes como en su rol de proveedores, y por tal motivo es menos habitual la existencia de prácticas de economía informal.

A nivel de prácticas informales, con impacto fuerte en el sic y por ende en la calidad de sujetos de créditos, se puede resumir que:

- Si bien la evasión impositiva es incentivada en parte cuando la presión tributaria es fuerte, en la Argentina están arraigadas una serie de



- prácticas que son generalmente aceptadas por los distintos participantes del sistema y en las diferentes actividades empresarias;
- Es común que los empresarios evadan porque es práctica habitual del mercado en el que operan, y en mucho menor medida con el fin de no terminar con problemas de insolvencia en sus empresas;
  - La constitución jurídica de las pymes evidencia el grado de informalidad con la que operan. En general, en el segmento más pequeño dentro del mundo pyme prevalecen las firmas unipersonales o sociedades de hecho, lo cual facilita la practica informal;
  - Problemas de informalidad diversa pueden derivar en la imposibilidad de ofrecer colaterales disponibles para acceder a mejores condiciones de financiación.

Se observa una elevada autoexclusión del segmento de crédito bancario a aquellas pymes más pequeñas sin relación directa con grandes empresas, ya que optan con “financiarse” con el fisco y con la comunidad en general, en lugar de buscar las mejores alternativas de financiación en el mercado formal del crédito.

Se trata habitualmente de empresas con un crecimiento muy moderado a lo largo del tiempo, con flujos de fondos empresarios y personales entremezclados, y cuyos accionistas desarrollan una estrategia de diversificación de negocios hacia sectores que les permitan mantener ocultos de la fiscalización oficial sus patrimonios reales. Para estos casos resulta en vano cualquier tipo de oferta de asistencia crediticia mientras la misma exija el cumplimiento de ciertas pautas informativas y de cumplimiento fiscal.

Por último tenemos a las firmas que, contando con calidad informativa, desisten de encarar trámites prolongados de calificación inicial bancaria (y/o de cualquier tipo de instrumento de crédito). Prefieren posponer inversiones hasta poder autofinanciarlas o recurren a los esquemas más sencillos de tramitar por encima de aquellos instrumentos con más ventajas a nivel de tasas, plazos y montos de crédito disponible.

Si se suman las empresas con calidad informativa que son aversas al crédito en general, las empresas que tienen calidad informativa pero que no tienen estructura para hacer frente a extensos trámites, y las empresas que, por decidir una estrategia de “convivir con la informalidad”, definen estar fuera del crédito bancario formal, el nivel de autoexclusión<sup>187</sup> del crédito supera al nivel de rechazo de solicitudes de crédito.

En definitiva, el racionamiento de crédito se explica por el comportamiento de los intermediarios financieros pero también por problemas informacionales originados en los demandantes del crédito. Y el sistema de información contable, tal como es utilizado actualmente por la mayoría de las pymes argentinas, claramente no es el instrumento para atenuar los problemas

---

<sup>187</sup> No se están incluyendo aquí otros factores que tienen que ver con el sector industrial y el contexto de recurrentes crisis económicas, que también aportan para incrementar la autoexclusión del crédito, y que serán tratados en el análisis de otras hipótesis particulares.

informativas que impiden un mejor acceso al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas<sup>188</sup>.

Finalmente si la pyme logra sobrevivir al racionamiento consecuencia de un inadecuado sic, aún le falta pasar la prueba más difícil que es la de contar con señales efectivas dentro de las cuales se destacan aquellos colaterales aceptables por las instituciones financieras.

Todo lo tratado acerca de señales en los capítulos 2 y 3 sirve a los efectos de validar varias de las hipótesis del presente trabajo.

En relación a la disponibilidad de garantías, tanto en el capítulo 2 (2.4) como en el capítulo 3 (3.5) se aborda este tema, que puede ser desarrollado mucho más en profundidad. En lo referente a las garantías exigidas por los bancos y la correspondiente disponibilidad en pymes, se puede afirmar lo siguiente:

- si no se dispone de garantías reales para ofrecer como colateral no es posible el acceso a líneas de largo plazo. Una buena parte de los inmuebles que se utilizan como colateral no forman parte del patrimonio de las empresas sino de los accionistas;
- el costo de formalización de las garantías es excesivamente alto para líneas de crédito de bajo monto, en especial todo lo que implique la participación de escribanías;
- la exigencia de garantías reales es mayor en la medida que disminuye la seguridad jurídica y torna más vulnerables a los acreedores en posesión de garantías no reales;
- si los accionistas no cuentan con bienes en su patrimonio personal se dificulta (aunque no siempre inhabilita) el otorgamiento de fianzas y avales que sirven para líneas de corto plazo y créditos autoliquidables;
- las prendas han perdido algo de terreno en su uso como colateral para líneas de crédito debido al aforo que los bancos aplican sobre este tipo de garantías. Las líneas productivas de cierta antigüedad tienen un valor poco significativo como colateral para los prestamistas;
- los colaterales disponibles en pymes cumplen el rol de compromiso de pago por parte del deudor, pero no constituyen una garantía líquida y fácilmente realizable para el prestamista. Por tal motivo es que existe un área de oportunidad de desarrollo importante para los sistemas de garantías;
- si una pyme no dispone de ningún tipo de garantía para ofrecer, al menos inicialmente le será muy difícil obtener una primera relación crediticia y tendrá que basar la financiación de sus activos en el capital propio y la retención de utilidades.

En relación a las cláusulas contractuales específicas no son utilizadas con asiduidad en la práctica habitual. Prevalecen los contratos estandarizados

---

<sup>188</sup> La cuestión es definir primero si las pymes quieren y después si realmente están actualmente en condiciones de implementar un sistema que ofrezca información en tiempo real y calidad suficiente como para ser atendida por las instituciones financieras.

pese a que como se señala en el capítulo 3 ninguna empresa es igual a otra. En el mismo capítulo se agregan una serie de condiciones básicas de carácter general que pueden ayudar a reducir el racionamiento del crédito.

Si bien es muy poco utilizado el recurso del facilitador financiero, entiendo que existe una gran oportunidad de desarrollo en esta área de asistencia a pymes para los profesionales en ciencias económicas. Si bien los bancos pueden inicialmente mostrarse algo reacios a la presencia de un asesor externo que intermedie en su relación directa con los dueños de una pyme, con el tiempo el facilitador financiero tiene todas las herramientas para mejorar la fluidez de la comunicación entre las partes a partir de:

- trabajar con balances de sumas y saldos, cuentas económicas y flujos de fondos mensuales, y brindar esta información a las entidades financieras ayuda a reducir la AI;
- traducir desde las expresiones contables de los EE.CC. a la realidad cotidiana empresarial;
- conocer las herramientas existentes y hablar en igualdad de condiciones a nivel de términos financieros con los diferentes bancos genera una mayor apertura a nuevas oportunidades de financiación para la pyme;
- mantener al día las calificaciones crediticias en función de las necesidades de asistencia de la empresa.

De todos modos es difícil que en la Argentina funcione un esquema de facilitadores organizados desde el estado como el intento realizado en España. Los facilitadores tendrán que surgir de la propia actividad privada, y para viabilizar su contratación deberían pautarse esquemas de honorarios “por éxito” ya que numerosas pymes no pueden afrontar honorarios fijos, pero sí podrían compartir parte de los ahorros financieros logrados. Para lo que si serviría la participación del estado es para la difusión de técnicas de administración financiera y control de gestión.

Si bien sería necesario recabar mayor evidencia empírica, y en relación a una hipótesis de trabajo desarrollada en diversos trabajos de investigación, se puede concluir que muchas empresas no perciben el racionamiento porque se autoexcluyen del mercado de crédito.

Las pruebas estadísticas convalida la hipótesis que plantea que las empresas más pequeñas tienen un mayor nivel de capital propio, y por ende, un menor apalancamiento financiero.

Todas estas señales aquí mencionadas más las desarrolladas en los capítulos precedentes representan para las pymes una solución parcial que puede ayudar a destrabar ciertas situaciones puntuales, pero que debe ser precedida por una historia crediticia sana y una percepción de bajo riesgo por parte de las entidades de crédito.

## Hipótesis II

**Los factores contextuales (institucionales y de política económica) no estimulan a las entidades financieras a cumplir con su rol crediticio respecto de las pymes.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Desde la oferta y excluyendo las coyunturas con falta de fondos disponibles, se observa desinterés de los bancos por otorgar cierto tipo de créditos al segmento pyme. Si bien en parte se debe a elementos que distorsionan y amplifican los problemas de AI, la investigación realizada permite afirmar el abandono por parte de los bancos de su negocio primario de tomar depósitos y dar créditos, en un contexto económico con cambios recurrentes y con la normativa vigente en la Argentina.*

El racionamiento puede tener su origen en condiciones de oferta, esto es, en factores relacionados al desarrollo, funcionamiento y características del sistema financiero. Desde un inicio corresponde aclarar que las entidades financieras dejaron de lado su negocio primario de tomar depósitos y dar créditos, y por lo tanto desarrollar una política de racionamiento de crédito y perder algunos clientes les resulta mucho más rentable que asumir el riesgo o implementar los mecanismos de control adecuados para reducirlo.

Desde la oferta y excluyendo las coyunturas con falta de fondos disponibles, se observa cierto desinterés de los bancos por otorgar cierto tipo de créditos al segmento pyme. En parte se debe a ciertos elementos que distorsionan y amplifican los problemas de AI como ser los inadecuados sistemas de información contable utilizados por pymes y el aún importante grado de evasión fiscal de buena parte de este tipo de empresas.

Algunos intereses contrapuestos entre banca y empresas potencian el problema de disponibilidad de líneas de mediano y largo plazo. En esta línea de pensamiento, se destaca que la rentabilidad de los bancos en Argentina proviene básicamente de otros segmentos de negocios no relacionados con el otorgamiento de crédito a mediano y largo plazo a empresas. Esto se desarrolla en el capítulo 3 (3.2) y se agrega información en anexos como respaldo de estas afirmaciones.

Se menciona asiduamente el problema del costo de la información. Dado que contiene un alto componente fijo de búsqueda de datos, el costo por cada peso prestado se eleva en caso de préstamos de menor monto y por ende aumenta el costo de financiamiento en las pymes. Sin embargo actualmente tiende a reducirse esta incidencia de costo fijo dado que algunos bancos están estandarizando procedimientos de análisis crediticio. Lo que difícilmente cambiará, al menos en el corto plazo, es el servicio de asistencia personalizada que requieren las pymes tal como la posibilidad de dialogar con funcionarios con capacidad de decisión.

Según la opinión de expertos en materia financiera, en la Argentina de hoy, pensar en mejores tasas y plazos más prolongados para las pymes, sólo es posible con la intervención estatal<sup>189</sup>. Para cualquier intervención estatal a través de fondeo a baja tasa y plazo extendido, el BCRA debe intentar que a los bancos privados les interese participar y que luego los fondos se distribuyan de forma transparente, algo que no siempre sucede (ejemplo líneas provenientes de fondos del Anses).

Si bien los créditos a empresas están subiendo, por el momento todo se lo llevan las líneas de corto plazo. El gobierno, consciente de la inexistencia de líneas de largo plazo para empresas en la banca argentina, a través del BCRA acaba de anunciar (mayo 2010) un plan para que las empresas puedan acceder a líneas de crédito a 5 años de plazo y a una tasa inferior al 10% anual para inversiones en activos fijos con el objeto de hacer crecer la producción nacional en varios sectores de la economía. En principio el BCRA abrirá una ventanilla para ofrecer a los bancos una línea de préstamos bajo la figura de adelantos por los que les cobraría el mismo interés del costo de los pasés actuales que es de alrededor del 9% anual.

Este programa, al que acaban de nombrar Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario tendrá fondos para inversión por 8 mil millones de pesos, que podrán destinarse a todos los sectores y ser destinados a todo tipo de empresas. Los fondos para inversión estarán disponibles a una tasa del 9,9% anual fija en pesos y un plazo de hasta 5 años. Lo que no parece que vaya a funcionar es que los proyectos evaluados serían evaluados por una Unidad conformada por los Ministerios de Industria, Turismo, Economía y Finanzas, y Agricultura, y tampoco se tiene información acerca de los colaterales requeridos para poder calificar para tales líneas de crédito. Otro elemento que seguramente complicará el éxito del programa es la escasa atraktividad para los bancos en términos de spread.

En este caso puntual de la línea del Bicentenario, si bien los fondos salen del BCRA, una Unidad Política dependiente del Ministerio de Economía haría el control del destino de los fondos a través de la aprobación de los proyectos que se presenten allí, algo que en principio aparece con riesgo de alta burocracia lo cual podría generar la autoexclusión de las firmas. Si a esto sumamos que los bancos privados estarán muy limitados para participar ya que la tasa máxima a cobrar sería del 9,9% tna<sup>190</sup>, los bancos que principalmente distribuirán estas líneas serán el Banco Nación y el Banco Provincia, que habitualmente son bancos con un promedio de tramitación de préstamos más prolongado para pymes sin contactos políticos.

En relación al reciente proyecto de reforma del sistema financiero, el inconveniente radica en que se quieren tomar las mismas medidas sin haber

---

<sup>189</sup> Sin embargo hay algunas pymes, como ya mencioné en el capítulo 3, están tomando fondos al 13% (hablo de pymes con relación ya consolidada con bancos), lo que considerando el nivel de inflación actual representa para las firmas una tasa atractiva e incluso le deja cierto margen a los bancos para hacer negocios con el spread. Si en cambio hablamos de tasas del 9-10% como la que se quiere impulsar el Estado con la línea del Bicentenario, no veo de qué forma puede resultar atractivo para los bancos privados.

<sup>190</sup> La distribución de fondos entre bancos sería mediante el Sistema Siopel, sistema electrónico de adjudicación de fondos vía competencia de tasas ofrecidas. En este caso se puede cotizar entre el 9 y el 9,9% tna.

realizado previamente las reformas macroeconómicas que sí han aplicado tanto Brasil como Chile, con respecto al control de la inflación, al mantenimiento de una política salarial y la aplicación de políticas fiscales y monetarias sólidas. Aunque por otro lado, si nada cambia, es probable que todo siga igual con bancos ricos y poco crédito para las pymes.

Si bien el nivel de préstamos de largo plazo<sup>191</sup> se ha estancado en los últimos años, regular el sistema financiero no generará automáticamente que este tipo de líneas de crédito se desarrollen y crezcan, y para ser más tajante con mi postura, ninguna norma regulatoria lo logrará. La previsibilidad de la economía, cambios en diversas instituciones y propuestas superadoras que afecten distintos aspectos de la economía, son factores que sí podrían ayudar en este sentido.

En el afán de entender porque los bancos racionan el crédito al segmento pyme en general, en particular comprender porque es tan escasa la oferta de líneas de crédito de largo plazo, y para resumir lo expuesto en el capítulo 3, se listan las siguientes razones aclarando que el orden de las mismas no implica el nivel de importancia relativa de cada una de ellas:

- Los depósitos se colocan a un plazo máximo de un año; la mitad del total de depósitos se colocan a menos de 30 días;
- No existen herramientas desarrolladas en mercado de capitales que hagan competir a los bancos;
- La posibilidad de pases pasivos al BCRA, sin límite para captación de fondos<sup>192</sup>, implica que lo que no colocan en empresas los colocan en BCRA (actualmente la tasa pasiva esta en el 9%);
- El nivel elevado de encajes por normas más estrictas que Basilea;
- El precio del dinero o tasa de interés<sup>193</sup>
- Aun estamos lejos de contar con un banco nacional de desarrollo que preste a bancos a 5 años (caso Brasil con BNDES);
- Es muy alto porcentaje como límite para colocación de fondos en títulos públicos (esto cerraría si luego el estado con esos fondos genera un banco nacional de desarrollo);
- La rentabilidad de los bancos en Argentina, proviene básicamente de otros segmentos de negocios no relacionados con el otorgamiento de crédito a mediano y largo plazo a empresas;
- La maximización del beneficio está asociada a la probabilidad de repago del crédito. Con lo cual al banco no le conviene prestar más dinero a un segmento de empresas más riesgoso porque el riesgo de default (o bien el default efectivo) reducirá los beneficios esperados;

---

<sup>191</sup> Frecuentemente mal llamados préstamos productivos. De hecho los préstamos para capital de trabajo a través de líneas de corto plazo también pueden perfectamente llamarse préstamos productivos.

<sup>192</sup> Algunos bancos fijan normas internas con tope para colocación de pases pasivos en bcra, por ejemplo HSBC 400 MM\$, pero no hay una restricción del bcra que limite la colocación remunerada de excedentes en el bcra. Actualmente son aprox. 12 mil MM \$ colocados en pases pasivos en bcra por los bancos De todas formas vale la pena aclarar que aquí juega también la política económica de esterilización de fondos para evitar riesgos inflacionarios.

<sup>193</sup> Para líneas de corto plazo la tasa de interés tiene su piso en el costo de captación más costo del encaje más costo sedesa más ingresos brutos (iibb) sobre intereses que se cobran. Todos los adicionales al costo de captación le agregan un adicional mínimo de 1,5% de precio sobre el costo de captación.

- Los bancos no quieren asumir riesgos a largo plazo en un país con contexto económico siempre incierto. Asimismo los plazos más cortos de las operaciones de crédito permiten reducir el riesgo moral;
- No hay política de incentivo desde el BCRA y asimismo no existe un rol activo del BCRA en la regulación del costo financiero total de los créditos y de los plazos;
- Los bancos no cuentan con unidades especializadas o con tecnología crediticia apropiada para la evaluación de pymes. No obstante el problema de Al tiende a reducirse cuando las pymes trabajan con uno o dos bancos, ya que estos bancos cuentan con la ventaja informativa que proveen la variedad de servicios transaccionales de las pymes, como la administración de cuentas corrientes, pagos de salarios, tarjetas corporativas, seguros, y diversos servicios de cash management;
- Más allá de cierta tendencia a reducir los costos fijos de búsqueda de información, la evaluación de riesgo crediticio pyme sigue generando deseconomías de escala en comparación a otros negocios bancarios;
- Existe conflicto de intereses entre el sistema financiero argentino y el gobierno nacional en lo referente a la necesidad de que existan líneas de crédito de largo plazo para el desarrollo de la economía nacional;
- Si bien en la Argentina se incrementa la monetización, el nivel de bancarización de la economía es aún relativamente bajo, y en parte por ello mayor liquidez del sistema no implica más crédito disponible para empresas;
- Con el objetivo de mejorar el acceso de las pymes al crédito de largo plazo es correcto pensar en una eventual nueva ley de bancos, lo cual no implica que pueda llevarse a la práctica actualmente en nuestro país. Mientras tanto la única manera de pensar en mejores tasas para las pymes es con intervención estatal.

Cuando nos preguntamos porque no hay líneas de crédito de largo plazo, la decisión de los bancos es simple, para qué asumir riesgos a largo plazo en un contexto económico siempre incierto y dada la falta de políticas de incentivo desde el BCRA.

La imprescindible profundización financiera del sistema económico argentino y, más específicamente, el acceso al crédito de alrededor de un millón de micro, pequeños y medianos empresarios, constituye una asignatura pendiente.

Como surge de numerosos trabajos de investigación, y se ratifica en este trabajo, sabemos que el sistema productivo del país se ha caracterizado por un bajo nivel de acceso al financiamiento externo a las firmas tanto del mercado financiero, como del mercado de capitales.

Y si bien no se puede endosar toda la responsabilidad al mercado financiero, si al menos una parte de ella. La participación de los bancos en el crédito empresario ha venido subiendo en los últimos años, aunque vale aclarar que el crecimiento se da a partir de los niveles mínimos que se presentaron con posterioridad a la crisis del 2001. Sin un sistema financiero de tamaño

adecuado, el sistema productivo sólo funciona mediante la existencia de rentabilidad extraordinaria.

Sin embargo no esperemos grandes cambios, en el contexto actual, sin intervención estatal y/o el desarrollo de nuevas herramientas que faciliten el acceso al crédito. En los últimos 40 años el volumen de crédito al sector privado en nuestro país no ha superado nunca el 25% del PBI y hoy se encuentra en niveles cercanos al 12%.

Nos separa un abismo, no intentemos saltarlo. En su lugar demos todos los pasos necesarios para llegar al otro lado. Mientras esto no ocurra, será difícil limitar las restricciones al crédito para las empresas de menor tamaño.



## Capítulo 4

### Esquema de toma de decisiones de financiamiento en pymes

En este capítulo se realiza un análisis comparativo de las teorías que existen en relación a las decisiones de estructura de capital y de financiamiento de activos en general, e incluye el desarrollo de los siguientes temas:

- características de la administración financiera en pymes;
- estructura de financiamiento en pymes, con los siguientes vectores principales de análisis:
  - Impacto de las crisis económicas e influencia de variables socioeconómicas
  - Irrelevancia de la estructura de financiamiento – Modigliani-Miller
  - Beneficios impositivos vs. costos de quiebra (trade off)
  - Existencia o no de un orden de elección en las fuentes de financiamiento (pecking order)
  - Ciclo de crecimiento financiero de las firmas
  - Impacto de la influencia del sector industrial
  - Comparación de teorías y aplicabilidad en pymes argentinas

Si bien se pone un mayor énfasis en la comparación entre la teoría estática o del trade off y la teoría de la jerarquización financiera o del pecking order, también se analizan los postulados de Modigliani-Miller, el enfoque del ciclo de crecimiento financiero de Berger y Udell, y se incorpora el impacto de coexistir con recurrentes situaciones de crisis más la influencia del sector industrial en las decisiones financieras.

Hay coincidencia en que las principales teorías que buscan explicar la estructura de financiamiento de las empresas se han desarrollado en un marco de grandes empresas y mercados de capitales desarrollados. Tal como se señala a lo largo de esta tesis el objetivo es trabajar en el marco de pymes industriales en la Argentina.

Para ello es necesario introducirse en la realidad cotidiana de la administración financiera de pymes industriales. La base de las empresas analizadas forma parte de la cadena de valor del sector metalmeccánico, y tienen una estructura mínima de personal que implica cierta división de tareas, prescindiendo del análisis de microemprendimientos.

Todo lo que se va exponiendo justifica la alta interdependencia y difícil divisibilidad de la estructura de capital y la estructura de financiamiento. De hecho la pyme debe manejar el arte de la improvisación en materia de capital de trabajo operativo, lo cual repercute directamente en la planificación de las inversiones de largo plazo.

*El objetivo particular del capítulo es analizar la aplicabilidad de las teorías de financiamiento en pymes argentinas, e incluye el análisis de las siguientes hipótesis:*

- *Hipótesis III: Las teorías desarrolladas no aplican en forma general para el segmento de empresa pyme cerradas;*
- *Hipótesis IV: La heterogeneidad del segmento deriva en muy variadas estructuras de financiamiento;*
- *Hipótesis V: En las pymes argentinas existe una importante presencia de aversión al crédito bancario y preferencia por la autofinanciación a través de la retención de utilidades.*

## **4.1) Antecedentes**

Una síntesis ejecutiva de informes elaborados por la Fundación Observatorio Pyme, en referencia a la política de financiamiento pyme, señala entre otras, las siguientes consideraciones:

- la existencia de capacidad instalada de planta ociosa desincentiva las inversiones destinadas a su ampliación;
- muchos industriales pyme que optaron por no realizar inversiones durante el año 2009 consideraron que el momento no era propicio debido a la alta incertidumbre respecto de la evolución de la situación económica en general;
- En 2009, el 64% de las inversiones llevadas adelante por las pyme industriales fueron financiadas con capital propio;
- Se sigue observando un alto grado de autoexclusión de las empresas respecto del segmento de créditos bancarios. Estiman que alcanza a un 70% la proporción de pymes industriales que decidieron no realizar el trámite de solicitud de créditos durante el año 2009;
- Cerca de un 30% de los empresarios pyme determinaron que las condiciones de mercado crediticio (en referencia a tasas y plazos) representaron un obstáculo al evaluar la solicitud del crédito y un porcentaje similar informó que cuenta con algún proyecto de inversión frenado por falta de financiamiento bancario;
- A principios de 2010, el sistema financiero en Argentina (entidades privadas más públicas) destina a préstamos al sector privado no financiero, un total de 144 mil millones de pesos. El monto representa un valor cercano al 12% del PBI, porcentaje que se mantiene relativamente estable desde hace muchos años.

Hay coincidencia en que las principales teorías que buscan explicar la estructura de financiamiento de las empresas se han desarrollado en un marco de grandes empresas y mercados de capitales desarrollados. Tal como señalo a lo largo de esta tesis doctoral, el objetivo es trabajar en el marco de pymes industriales en la Argentina.

Existen dos fuentes básicas de financiación de los activos: la deuda y el capital propio.

La deuda otorga un derecho de reclamo al acreedor, los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias, tiene prioridad para el cobro respecto a los accionistas ante una situación de quiebra, existe un vencimiento cierto para el cobro y no implica control en la administración<sup>194</sup>.

En cambio las características del capital propio son un derecho residual para los accionistas ante una eventual quiebra (última prioridad de cobro), los dividendos que reciben los accionistas no son deducibles del impuesto a las ganancias, no existe un vencimiento definido para recuperar la inversión y otorga el control de la administración de la empresa.

La rentabilidad de las Pymes industriales argentinas se ha ubicado durante la última década en niveles similares a las de sus pares de países desarrollados. Así lo revelan distintos informes de la Fundación Observatorio Pyme que asegura que este segmento empresario tiene una rentabilidad promedio del 5% sobre ventas. En EEUU el valor se ubica en 4,3% en el caso de las pequeñas empresas y 5,7% en las medianas; en tanto que en Francia es de 3,7 y 4% y en Italia, 2,1 y 4,8%, respectivamente.

En base al trabajo de campo sobre la base de 115 empresas para el período 2005-2009, el nivel de rentabilidad sobre ventas (en adelante ROS<sup>195</sup>) disminuye en términos porcentuales a medida que la empresa es más grande. El segmento de empresas pyme presenta un ROS del 10%, el segmento de empresas pyme que pasaron a no pyme en el período un 8,1% y las empresas no pymes un 4,5%.

Sin embargo, si bien el nivel de rentabilidad de las pyme industriales, principal fuente de financiamiento de las inversiones, tuvo un recorrido positivo tras la devaluación del año 2002, en los últimos años se observa un declive en los márgenes de utilidad de las firmas. De hecho, la rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE) promedio de las pyme industriales está estancada desde 2006-2007<sup>196</sup>.

La rentabilidad promedio de este segmento empresario tiene tendencia a disminuir cuando no cuentan con los fondos suficientes para financiar el crecimiento de la capacidad productiva, y esto puede darse cuando los fondos propios son insuficientes y/o no existe acompañamiento adecuado de parte de los bancos para financiar activos de largo plazo.

La estructura de financiamiento de las Pymes industriales sigue centrada en los recursos propios. Si bien había venido creciendo en la última década la participación del crédito bancario como instrumento de financiación de las empresas, este crecimiento parece haberse estancado desde el año 2007.

---

<sup>194</sup> Pese a que existen acreedores que por la magnitud de la acreencia pasan virtualmente a ser socios y, aunque informalmente, muchas veces si ejercen control sobre la estrategia y administración de una empresa endeudada.

<sup>195</sup> ROS o return on sales, rentabilidad sobre ventas.

<sup>196</sup> Según Informe especial: Costos, precios y rentabilidad de las pyme industriales – Fundación Observatorio Pyme (junio 2010)

Según la Fundación Observatorio Pyme, las inversiones son financiadas en un 8% por los proveedores, un 2% por los clientes, mientras que los programas públicos financian sólo el 3% de las inversiones (contra un 12% que financian los programas públicos europeos).

Según el mismo informe, el costo de capital de terceros<sup>197</sup> fue del 23,1% en el bienio 2008-2009, mostrando un incremento de ocho puntos porcentuales respecto a la década del noventa, lo cual se explica por la suba de las tasas de interés. El costo de los servicios financieros representa el 3% de los costos totales de producción de las pequeñas y medianas empresas industriales. Si se tiene en cuenta el bajo nivel de deuda de las empresas se trata de un costo como para tener en cuenta.

## **4.2) Características de la administración financiera de pymes**

Si analizamos lo que expresan los accionistas y administradores de pymes industriales existe coincidencia en la complejidad que implica tener a cargo la administración financiera de una pyme.

Como a diario surgen cambios en el mercado y nuevas problemáticas a enfrentar que afectan las decisiones a tomar, es fundamental entender qué tipo de información utilizan los empresarios o gerentes para gestionar la empresa<sup>198</sup>. Esta información va a servir para determinar si las empresas se encuentran o no frente a un problema cuando tienen que analizar la posibilidad de endeudarse. A medida que las tareas de los administradores se tornan más complejas, lo mismo ocurre con los requerimientos a nivel de los sistemas de información, pasando de un sistema estructurado y siguiendo la base de rutinas a otro desestructurado, a medida y con requerimientos de mayor complejidad.

La dimensión sistemas de información resulta vital en lo que hace a la elaboración y presentación de información considerada básica y que a su vez permita a la gerencia realizar una adecuada administración sobre la base de las estrategias adoptadas.

Habitualmente las pymes del segmento más pequeño presentan, entre otras, las siguientes características:

- poseen en su mayoría una sola unidad de negocios;
- la cantidad de empleados es menor a 50 personas;
- estructura de rrhh flexible y al menos parcialmente desorganizada;
- sistemas de información que pueden ser perfeccionado en gran medida, y que para la elaboración de informes de gestión requiere de numerosos archivos auxiliares;
- desarrollan y planifican algunos objetivos de corto plazo, pero no realizan evaluación de resultados o lo hacen en forma discontinua;

---

<sup>197</sup> Medido como la relación entre los costos financieros y las deudas financieras totales

<sup>198</sup> Galliers et al, B., 1999. Strategic Information Management. 2nd Ed. Butterworth-Heinemann.

- rara vez tienen objetivos o estrategias de largo plazo y aunque los tengan no existe una consistente planificación de largo plazo acorde;
- en muchos casos no saben cómo armar un flujo de fondos proyectado, y en los casos que cuentan con el know how se utiliza más para presentar a bancos que para control presupuestario de gestión;
- No se cree necesario contar con soportes informáticos o programas de última generación para la confección de un adecuado flujo de fondos o bien de un correcto presupuesto, tanto para el corto como así también para el largo plazo, se utilizan en su lugar planillas de cálculo;
- la información que se presenta a las entidades financieras no es la misma que se utiliza para la gestión;
- en general consideran que la información contable no provee información útil para administrar la empresa;
- les resulta sumamente difícil mantener una constancia en lo que a planificación financiera se refiere y en general la excusa es la elevada variabilidad de las premisas de trabajo y su escaso control sobre sus principales variables;
- Los sistemas que en la actualidad generan información en las pequeñas y medianas empresas no cumplen con el objetivo de definir al destinatario de la información de manera tal de presentar aquella que es relevante a las necesidades de cada usuario en particular.

A continuación se transcribe la opinión de dos empresarios pyme acerca del concepto de administración financiera en pymes:

*“Desde mi punto de vista la administración financiera de una pyme consiste en poder lograr adecuada y prudentemente las articulaciones necesarias para la obtención de los resultados financieros esperados por los socios de la empresa. Asimismo dependiendo de los perfiles de los socios de la empresa (si son mas aversos o propensos al riesgo) y de sus objetivos, deben diagramarse las estrategias financieras. La administración financiera es una parte visceral de las empresas pyme debido a que generalmente no está profesionalizada esta área, los empresarios presentan debilidades de conocimiento y esto hace que se limite y se gestione inadecuadamente”*

(Expresiones de un empresario pyme segunda generación de pyme familiar dedicada al procesamiento y reventa de productos siderúrgicos - Facturación anual 35-40 MM \$, dotación total 35 personas)

*“ El aspecto financiero para las pymes es un tema tan extenso y tan angustiante, que lo vengo viviendo durante más de 20 años y se repiten los temas, como ser tasas altas, costos ocultos, márgenes bajos, cuando hay caos en el mercado te quitan los acuerdos con los que contabas, cuando no los necesitas te ofrecen prestamos para comprar autos cosas suntuarias, viajes, tarjetas, yo siempre digo que los bancos "te dan el paraguas cuando hay sol, pero cuando llueve te lo quitan" te hacen firmar todas las garantías, hasta en blanco y repetidas por la sociedad y por cada sociedad adicional que uno tiene además de la que está pidiendo el préstamo, hasta llegamos a sextuplicar las garantías. Cuando los bancos no responden a las necesidades acudimos a financieras, escribanías, y todo tipo de alternativas de mercado financiero alternativo a bancos que implica tasas y costos más altos. Ante panoramas económicos complicados algunos clientes, incluso algunos importantes y con una posición importante en el mercado nacional, retrasan los pagos más allá de los plazos extendidos que nos vimos forzados a otorgarles. No sólo nos alargan el plazo de pago de los cheques, también extienden el plazo para entregarnos los valores. Esto a su vez nos ha provocado serios problemas por no poder cubrir los cheques en algunos bancos. Hemos tenido que llegar a cambiar cheques con otras firmas para poder descontar estos valores y cubrir nuestros compromisos, y he visto casos de familias que han perdido casas particulares por este procedimiento de cambio de cheques, y también he podido ver como la crisis de una empresa arrastro a la quiebra de otra firma. Considero que nosotros, empresarios pyme somos como un*

*piloto de tormenta, que además de vender y afrontar todos los problemas de la competencia local y externa, tiene que afrontar los graves problemas financieros que sobrevienen fácil, ya que la rentabilidad es muy baja y cualquier desfasaje complica el negocio. Finalmente agrego que todo este tema está lleno de recuerdos, no felices, pero bueno....lo peor es que el tema no terminó y seguimos luchando”.*

(Expresiones de una empresaria pyme metalmecánica argentina que cuenta tres plantas industriales y una trayectoria de más de veinte años en su rubro - Facturación anual 90 MM\$, dotación total 350 personas)

Lo que acabamos de leer expone de alguna manera buena parte de la problemática financiera a la que es sometida una empresa pyme en la Argentina, en especial aquellas que no tienen la posibilidad de manejarse con un nivel de capital propio elevado que las aleje del riesgo de insolvencia y con un nivel de liquidez adecuado que les permita seleccionar alternativas de financiamiento y no al revés, es decir que las alternativas de financiamiento menos propicias para un buen desempeño empresario sean la única vía disponible de solución para coyunturas complicadas.

Cardone Riportella y Cazorla Papis (2001), en su análisis de la estructura de capital de pymes españolas, agrupan los factores de influencia en dos bloques. Por un lado las variables cuantitativas relacionadas con el tamaño, y por otro lado las variables cualitativas relacionadas con la reputación de la empresa, la relación propiedad – estructura de control y la relación empresa – banco a través del tiempo (*lending relationship*). Estos autores confirman, en base a su evidencia empírica, que los siguientes factores tienen relación positiva con el ratio de endeudamiento:

- El tamaño, medido en términos de cantidad de empleados, volumen de ventas y de activos de la empresa;
- La reputación, medida por los años de servicio de la empresa y de pertenencia a los accionistas actuales;
- Una mayor especialización y separación entre propiedad y funciones de control;
- El tiempo de relación con los prestamistas;
- El número de bancos con los que trabaja una pyme;
- La existencia de cláusulas de protección en los contratos de préstamo.

Uno de mis trabajos de campo consistió en diagramar un cuestionario con el objeto de evaluar ciertas características de la administración financiera en pymes. Se realizó sobre una muestra reducida de veinte empresas también del segmento pymes industriales con un nivel de facturación entre \$ 1 MM y \$ 7 MM mensuales y una dotación de personal entre 20 y 200 empleados. A continuación se puede observar el resultado aplicando promedio aritmético para algunos conceptos (aplicando una ponderación similar para cada una de las 20 empresas seleccionadas), para otros conceptos se utiliza el menor o mayor valor observado y para el caso del principal banco se utiliza escala nominal “público o privado”, siempre clasificando en segmentos de facturación hasta \$ 1 MM mensual, más de \$ 1 MM mensual y hasta \$ 3 MM y más de \$ 3 MM.<sup>199</sup> La característica distintiva de este trabajo fue la posibilidad de

---

<sup>199</sup> Para este trabajo de campo con muestra más acotada además de pymes metalmecánicas agrego otras pymes del rubro textil, servicios y otras manufacturas.

complementar el análisis de la información contable y financiera con entrevistas personales a los dueños de estas empresas.

Concepto de consulta	+ 3 MM	+ 1 MM	Hasta 1 MM
Cantidad de bancos con lo que opera	5	5	2 a 4
Principal banco con el que opera <sup>200</sup>	Privado	Privado	Público
Cantidad de líneas de descubierto	3	1	2
Cantidad de líneas de dto. de cheques	5	1	2
Cantidad de préstamos amortizables cp <sup>201</sup>	1	3	0
Cantidad de préstamos amortizables mp <sup>202</sup>	0	1	0
Cantidad de préstamos amortizables lp <sup>203</sup>	0	1	0
Cheques en cartera promedio normal	7 días	15 días	7 días
Volumen flotante cheques 3os descontado	30 días	15 días	15 días
Volumen flotante cheques propios en giro	15 días	7 días	7 días
Plazo de pago promedio a proveedores días	20-30 días	30 días	45 días
Plazos de venta normal /máximo	60/90 días	30/60 días	30/90 días
Porcentaje de pagos con cheques propios	90%	60%	80%
Porcentaje de pagos con cheques 3eros	10%	40%	20%
Montos incobrables último ejercicio	0	2%	0
Tasa vigente préstamo largo plazo	Sin datos	11%	Sin datos
Ultima tasa pactada amortizable 1 ano	17%	13 %	Sin datos
Ultima tasa pactada préstamo mp	Sin datos	13,5%	Sin datos
Ultima tasa pactada línea descubierto	20%	18%	21%
Ultima tasa pactada línea dto. cheques <sup>204</sup>	13%	11%	14-42%

Fuente propia: cuestionario a muestra de empresas actualizado a junio 2010

La muestra seleccionada claramente no es representativa del segmento de empresas pyme en la Argentina. Sin embargo permite esbozar algunas conclusiones respecto a la relación de las empresas con el mercado de crédito:

- es muy reducida o casi inexistente la disponibilidad de líneas de crédito de largo plazo;
- dentro del segmento pyme (fuera de lo que es la micropyme) no siempre se observa la relación que marca que a mayor tamaño menor tasa y mayor accesibilidad al crédito;
- los plazos de pago otorgados a clientes actualmente rondan los 30 días promedio, pero cuando los clientes son grandes empresas los plazos tienden a extenderse;
- habitualmente las pymes tienen cierto descalce de plazos entre el promedio de cobranzas y el promedio de pago a proveedores (en especial cuando el principal proveedor es gran empresa y/o empresa monopólica);
- la aversión al crédito bancario lleva a los empresarios a utilizar crédito comercial de proveedores, el cual incluye intereses implícitos más elevados que los costos financieros totales de un préstamo para capital de trabajo bancario;

<sup>200</sup> Consulta para establecer si se apoya financieramente principalmente en banca pública o privada.

<sup>201</sup> Por prestamos amortizables cp me refiero a prestamos hasta 1 año de plazo.

<sup>202</sup> Por prestamos amortizables mp me refiero a prestamos hasta 3 años de plazo.

<sup>203</sup> Por prestamos amortizables lp me refiero a préstamos con plazo superior a 3 años.

<sup>204</sup> La información en relación a última tasa pactada se refiere a la TNA informada por el banco. Luego el costo financiero total (CFT) es superior en todos los casos por gastos, impuestos y comisiones, que varían según el tipo de banco y empresa consultada.

- en la medida que una pyme tiene un porcentaje más elevado de giro de cheques propios se encuentra más limitado su accionar con bancos y tienen más concentración de operaciones en el principal banco girado;
- a medida que hay más desconocimiento de las alternativas de créditos y dificultad de acceso a bancos más importantes crecen las operaciones ineficientes en instituciones financieras de segundo orden y más caras<sup>205</sup>;
- Existe una correlación negativa entre cantidad de cheques de terceros utilizados directamente para pago a proveedores y volumen de transacciones bancarias
- Existe un alto grado de desconocimiento de programas públicos;
- Los cheques provenientes de operaciones informales, cuando no pueden endosarse (o pasarse sin endoso), derivan en operaciones de descuento altamente costosas;
- Los niveles de subfacturación y economía informal descienden en la medida que hay más relación comercial con grandes empresas, en los segmentos más pequeños y en algunos rubros como la construcción el nivel de informalidad puede seguir en niveles cercanos al 50%, lo cual impide cualquier acceso al mercado financiero acorde con las necesidades reales de las empresas;
- Los plazos de cobranza a clientes son más influidos por el segmento de negocios que por el tamaño de empresas que interactúan en la transacción comercial;
- Es habitual el uso del giro en descubierto a partir de los acuerdos obtenidos con las sucursales de bancos con los que operan las pymes.

En relación al último punto citado, el uso del descubierto bancario (*overdraft*), es un tipo de préstamo habitual ofrecido por bancos a pymes a partir del conocimiento y la reputación que obtiene una empresa. Si bien el esquema de otorgamiento requiere menos formalidades que un préstamo amortizable, las casas centrales de los bancos llevan adelante un control cada vez más estricto sobre las sucursales y va desapareciendo el otorgamiento en base al conocimiento personal de los gerentes de sucursal, y se incluye la línea de descubierto dentro de una calificación anual de crédito de la empresa.

Si bien aquel esquema en base al conocimiento personal, similar al enfoque de *relationship lending* según lo desarrollado por Berger y Udell (2002), va perdiendo fuerza en la banca de primera línea, es una alternativa de uso frecuente en otras entidades financieras de segunda línea y en cooperativas y mutuales de crédito. Por tal motivo, estas entidades son el medio de acceso al financiamiento cuando las pymes obtienen un credit scoring por debajo de las expectativas de los principales bancos, o carecen de los colaterales suficientes para suplir tal deficiencia.

---

<sup>205</sup> Banca informal: incluye escribanías, inmobiliarias, mutuales, cooperativas y sociedades anónimas, que otorgan créditos pero que no están autorizadas para recibir depósitos de particulares. No están sujetas a la Ley de Entidades Financieras (Ley 25.125), y en su lugar están reguladas por el organismo que corresponda en cada caso. Las operaciones más frecuentes del sistema informal a nivel empresas son el descuento de cheques diferidos y algo de factoring. Por otro lado está la Banca marginal (o ilegal) que funciona fuera de cualquier normativa y no tiene regulación alguna básicamente con operaciones de descuento de cheques con tasas mucho más elevadas aún que la banca informal.



El otorgamiento de descubiertos hacia las pymes, a tasas más elevadas al promedio del costo del dinero, puede explicarse en la política de los bancos que incluye en su canasta de créditos este tipo de operaciones con mayor riesgo (en caso de no tener garantías) y con mayor rentabilidad esperada. Esto coincide por lo expuesto por Bebczuk (2004).

Petersen y Rajan (1997) señalan que cuando el acceso a instituciones financieras es limitado para las empresas utilizan en mayor medida el crédito comercial (*trade credit*). Los proveedores financian a estas empresas que son racionadas del mercado financiero por las ventajas informativas que otorga la transaccionalidad regular. Sugieren que las empresas con mejor acceso al crédito (financiero) son las que ofrecen a su vez un mayor monto de crédito comercial. En la muestra evaluada, el uso habitual de crédito comercial es independiente de un mayor o menor acceso al crédito bancario, pero si como consecuencia de cierta aversión a los bancos.

Según Padachi et al (2010), en base a un trabajo sobre pymes de Isla Mauricio (*Republic of Mauritius*), la mayoría de las firmas tienen usualmente importantes montos invertidos en activos corrientes a la vez que mantienen montos importantes de deudas de corto plazo como fuente de financiación, y la mayor parte de este pasivo se refiere a deudas comerciales (*trade credit*). Algo similar se observa en parte de la muestra evaluada, ya que mantienen altos niveles de activo y pasivo corriente operativo.

Este mayor uso de deuda con terceros (proveedores) en relación a deuda con bancos y dejando como última instancia la apertura de capital, tiene que ver con el mantenimiento del control empresarial con la menor intromisión posible de terceros externos al manejo habitual de la firma.

Es muy diferente hacer la previsión diaria o semanal de cobranza en una pyme en relación a lo que se hace en una empresa grande. Constantemente se modifican las previsiones de cobranza, y no sólo en lo referido a los cheques que se reciben para cubrir los saldos en cuenta corriente, sino que también es importante el rango de variación de las fechas de pago entre lo pautado y lo real respecto de los cheques recibidos. Todo esto obliga a tener permanentemente "aceitadas" las diferentes líneas bancarias de corto plazo cuando la pyme mantiene una política de cumplimiento estricto de pagos con sus proveedores. Otros empresarios pyme trasladan a sus proveedores la problemática que le trasladan sus clientes, sabiendo que esto implica el aumento de costos financieros implícitos (y a veces también explícitos) a la vez que hace más compleja la operación productiva de la firma al perder la confianza de parte de sus proveedores.

De las dos opciones, entre no recibir los cheques y recibirlos con fechas de pago más extendidas, siempre es mejor recibida la segunda opción. Esto es debido a que una pyme puede haber calificado para líneas de descuento de valores. Si bien existe normalmente una limitación de plazo, cupo por firmante y cupo total, y todos estos límites se tornan insuficientes si existe alargamiento de plazos de pago, la misma dinámica lleva al administrador pyme a tener

varias líneas de descuento en diferentes bancos. De hecho las pymes de la muestra seleccionada operan con un promedio de 5 bancos, y en todos o la mayoría cuentan con línea de descuento de cheques habilitada, pese a que normalmente utilizan las dos o tres mejores líneas en cuanto a monto total, tasas y flexibilidad operativa.

La pyme se ve obligada a utilizar todas las líneas habitualmente operativas, y poner en funcionamiento líneas no utilizadas frecuentemente (y a costo más alto) cuando se acumulan tres a cuatro semanas de alargamiento generalizado de plazo de pago de los cheques. Normalmente cuando esto ocurre a nivel generalizado durante un período superior a dos semanas consecutivas, se debe a algún factor macroeconómico general, o a algún factor exógeno del sector industrial al que pertenecen en particular. Hasta aquí la situación es manejable para el administrador financiero pyme, pero si a esto se le suma algún corte abrupto de línea de descuento de valores y/o descubierto por parte de algún banco, puede colocar a la empresa en una situación financieramente incómoda.

Cabe aclarar que para tener estas líneas alternativas en cuatro o cinco bancos es necesario contar con un procedimiento de calificación regular en las instituciones. Una pyme ordenada programa presentar los legajos de crédito con regularidad anual, durante el mismo mes de cada año, ya que genera un gran ahorro de tiempo al tener que armar un único flujo de fondos proyectado para todas las instituciones. Sin embargo esto no es lo usual, y normalmente se va respondiendo ante la requisitoria de cada banco en forma no programada, y duplicando tiempos de preparación de legajos.

En el grupo de empresas que no cuentan con calificación regular en los bancos, o bien que sufren caídas bruscas en su nivel de actividad, es esperable el corte abrupto de las líneas de crédito de corto plazo sin demasiado preaviso. El funcionamiento operativo de estas firmas depende de los fondos propios que pueden aportar los accionistas a través de préstamos de socios, ya que si la actividad decae abruptamente, lo normal es que la generación básica de caja a través del resultado operativo de la firma, haya disminuido sensiblemente o bien se encuentre en zona de pérdida y degeneración temporal de fondos.

Cuando las pymes se suministran de la principal materia prima a través de una empresa grande (multinacional o no) y con mercado monopólico u oligopólico, estaremos en presencia de plazos extremadamente acotados de recursos espontáneos a nivel comercial. En estos casos, la única vía para mantener las NOF acotadas es una política clara y estricta en cuanto a créditos por ventas y bienes de cambio, y será también necesaria una política de liquidez media-alta a los efectos de evitar peligrosos desfases financieros. Cuando el poder de negociación con el proveedor es extremadamente bajo o inexistente (como el ejemplo citado), la pyme no sólo cuenta con crédito casi nulo para el aprovisionamiento de la materia prima, sino que tiene compras programadas obligatorias por períodos trimestrales adelantados, independientemente del volumen de ventas y cobranzas, y en muchas

ocasiones se ve obligada a recibir y pagar material que no necesita en ese momento.

Sin embargo, no toda la problemática pyme a nivel financiero proviene de factores exógenos. Existen numerosas situaciones originadas internamente que complican la tarea del administrador financiero pyme, y entre otras, se pueden mencionar las siguientes:

- priorizar objetivo de ventas sin analizar plazo y riesgo de las operaciones comerciales;
- reinversión parcial de utilidades por desvío de fondos a otras actividades empresarias de la familia accionista y/o gastos personales (se entremezcla la empresa y la familia);
- compras descentralizadas de mercadería para atender compromisos comerciales sin evaluar previamente disponibilidad financiera;
- financiamiento de activos fijos con fondos de corto plazo;
- inadecuados controles de stocks que derivan en excesos de mercadería en algunas líneas de productos y defectos en otras, y obsolescencia de productos;
- bruscas variaciones de niveles de stock sin planificación financiera previa.

Luego, y desde el punto de vista de quien tiene que analizar a la empresa pyme, se llega a la conclusión de que es muy difícil canalizar y otorgar adecuadamente el crédito cuando la mayoría de las pequeñas y medianas empresas analizadas no cuenta con sistemas de información que permitan proveer información necesaria para realizar un adecuado análisis financiero.

Otro aspecto a tener en cuenta es que la información financiera no es solamente la que se desprende de los estados contables dado que, si bien éste puede ser un punto de partida, son las proyecciones financieras las que realmente importan, y las mismas no reflejan lo que sucede en las empresas. Además es necesario ajustar la información a ser presentada a las características particulares de la empresa y del sector en el cual la misma se desenvuelve (cuando se definen las proyecciones). Por último, y quizá uno de los aspectos más importantes, es que las empresas, en términos generales no contemplan el largo plazo en la gestión ni en las proyecciones que realizan. Esto dificulta sobremanera cualquier intento de realizar un análisis de la capacidad de repago de la empresa.

Todo lo que se expone justifica la alta interdependencia y difícil divisibilidad de la estructura de capital y la estructura de financiamiento. De hecho la pyme debe manejar el arte de la improvisación en materia de capital de trabajo operativo, lo cual repercute directamente en la planificación de las inversiones de largo plazo.

## Trabajo de campo empresas industriales sector metalmecánico

A continuación se observa una tabla que resume parte de los resultados del trabajo de campo desarrollado sobre 115 empresas del sector metalmecánico.

Indicadores de empresas periodo 2005-2009	Pymes	Pymes – No Pymes	No Pymes
ROE - %	24,2	21,1	19,9
ROA - %	15,7	11,4	7,8
ROS - %	10	8,1	4,5
Periodo de cobranzas - días	46	60	22
Periodo de pago a proveedores – días	35	43	43
Antigüedad de inventarios – días	102	115	76
Necesidad operativa de fondos (NOF) - miles \$	437	515	5285
Fondo de maniobra - miles \$	404	378	3162
NOF / Ventas - %	28	32	26
FM / NOF - %	90	77	58
Pasivo de corto plazo - %	86	85	84
Capital propio - %	61	55	45
Capital de terceros - %	39	45	55
Ciclo de caja – días	114	132	55
Rotación de efectivo – veces al año	3,2	2,8	6,6

Fuente propia

Los indicadores se presentan en valores promedio por el periodo de cuatro años, y clasificando en tres grupos de empresas:

- Pymes: empresas que se en promedio han tenido una facturación anual inferior a \$ 60 MM en los últimos 3 años del periodo de evaluación;
- Pymes – No pymes: empresas que iniciaron el periodo como pymes y pasaron a ser no pymes por superar los topes de facturación;
- No pymes: empresas que desde el inicio del periodo de evaluación (2005) ya eran consideradas no pymes por superar la facturación de \$ 60 MM anuales.

Cabe aclarar que en agosto 2010 el tope de facturación para ser considerada empresa pyme fue incrementado pero no fue modificada la clasificación previamente confeccionada de la muestra seleccionada.

Adicionalmente y como se muestra en la siguiente tabla, parte del capital propio queda oculto en el rubro otras deudas del pasivo no corriente. La composición promedio del pasivo no corriente del segmento pyme (55 empresas de la muestra propia) se compone de la siguiente forma:

<b>Rubros del pasivo no corriente</b>	<b>% promedio 2005-2009</b>
Deudas comerciales	8,5%
Deudas financieras y bancarias	29,3%
Deudas fiscales y sociales	11,3%
Otras deudas	50,9%

Como puede observarse, más de la mitad del pasivo no corriente corresponde al rubro Otras deudas, y en el segmento de empresas pyme, este rubro no es otra cosa que préstamos de los mismos socios que podrán o no capitalizar en el futuro. Aquellas firmas que procuran una mejor calificación bancaria van capitalizando gradualmente estas partidas; otras firmas en cambio mantienen estos saldos como un pasivo durante años en sus estados contables.

Para los distintos trabajos de campo se han seleccionado un grupo de pymes y no pymes industriales que forman parte directamente del sector metalmeccánica o indirectamente por pertenecer a algunas de sus cadenas de valor. La metalmeccánica<sup>206</sup> es uno de los sectores más importantes en la industria manufacturera de la Argentina por sus niveles de generación de empleo y de agregación de valor.

Los años 2003 al 2005 inclusive fueron de inversión intensiva en actualización tecnológica en varios de los sectores que he analizado en mi trabajo de campo, en general a través de la financiación propia, dado un proceso que se dio desde el año 2002 en adelante de reducción de las necesidades operativas de fondos y un crecimiento de la generación básica de caja, es decir de los resultados operativos de las firmas.

En el año 2006, el proceso de inversiones del sector se desacelera, pero esto tenía explicación en el fuerte proceso de inversión de los tres años anteriores. Este proceso estaba justificado por una demanda no satisfecha y un mercado en pleno crecimiento luego de la devaluación, y acompañado en varios sectores por medidas proteccionistas del gobierno que limitaron el ingreso de productos a través de acuerdos de cupos y de licencias no automáticas. Ejemplos de esto son los acuerdos alcanzados con el gobierno de Brasil en segmentos heladeras, cocinas y lavarropas.

Pese a este proceso de inversiones, en el año 2008, un alto porcentaje de estas firmas estaba nuevamente trabajando en niveles cercanos a su máxima capacidad instalada, es decir, empresas que necesitan aumentar su capacidad productiva para solucionar diversos problemas de cuello de botella. Pese a ello, no hubo una predisposición tan clara a seguir un proceso de

<sup>206</sup> En base a los datos del año 2003, datos que se tomaron para la elaboración de uno de los informes ejecutivos y trabajos de investigación que estaré analizando para la contrastación de las hipótesis de trabajo, la industria metalmeccánica se posicionaba en el segundo lugar entre los sectores industriales del país en términos de demanda de mano de obra, ocupando cerca de 190 mil empleados en forma directa<sup>206</sup>, y representaba un 24% del valor agregado bruto de la manufactura industrial de la Argentina. Dado el alto nivel de representatividad del sector metalmeccánico, la mayor parte de las pymes analizadas en el presente trabajo de tesis doctoral forman parte de esta industria.

inversiones como el iniciado post devaluación 2002 – 2003. Y cuando oportunamente se consultó a los empresarios, un alto porcentaje señaló que decidía no invertir en maquinaria, porque los créditos que les ofrecían no se adecuaban a las posibilidades de las firmas y también por la incertidumbre respecto al futuro de la economía argentina. Luego al no haber un proceso de inversión permanente, se repiten en el tiempo los cuellos de botella productivos. Y esta oferta productiva local insuficiente sumado a las trabas a importaciones genera el caldo de cultivo para la inflación.

Algunos empresarios buscaban tasas fijas en pesos que no encontraban, otros argumentaban que los plazos ofrecidos no alcanzaban solicitando plazos de hasta diez años, cuando en muy contados casos podía llegar a recibir un plazo de hasta cinco años.

Los programas de SEPYME siempre fueron insuficientes y de escasa llegada para un gran número de empresas, en especial del interior del país.

Complementariamente a analizar diversos trabajos de investigación sobre pymes y financiamiento desarrollados en nuestro país, evalúe los últimos cuatro estados contables anuales desde el año 2005 en adelante, período en el cual la Argentina no atravesó ninguna crisis significativa, más allá del conflicto gobierno – campo y el efecto contagio recibido por las crisis de hipotecas subprime a nivel internacional, con impacto en el nivel de tasas de interés, aunque de duración inferior al año.

En todos los casos son empresas de más de treinta empleados, vale decir que son empresas con cierta división de tareas y especialización de las funciones.

### **4.3) Estructura de financiamiento en pymes. Vectores principales de análisis**

En base a la muestra seleccionada se analiza la estructura de financiamiento de las empresas considerando diferentes vectores de razonamiento siempre en relación a la toma de decisiones en materia financiera:

1. Impacto de crisis y otras variables socioeconómicas
2. Modigliani – Miller. Irrelevancia de la estructura de financiamiento
3. Trade Off. Beneficios impositivos vs. costos de quiebra
4. Pecking Order. Orden de preferencia de las fuentes de financiamiento
5. Enfoque del ciclo financiero de crecimiento de la firma
6. La influencia del sector de actividad empresario

Variables cuantitativas analizadas:

- Necesidad operativa de fondos (como porcentaje de las ventas)
- Fondo de maniobra (como porcentaje de NOF)

- Roe y Roa<sup>207</sup>
- Estructura de financiamiento de los activos
- Ciclo de caja y rotación de efectivo

#### Variables cualitativas analizadas

- Decisiones de inversión – perspectivas
- Procedimientos de toma de decisiones
- Separación propiedad y gestión empresarial
- Sector de actividad: oportunidades de crecimiento y necesidad de actualización tecnológica

Al planificar los trabajos de campo, y dado el heterogéneo universo pyme, se seleccionaron muestras de empresas que representaban por un lado la continuidad empresarial, adecuados niveles de deuda, rentabilidad positiva, fondo de maniobra positivo y ciclos de caja dentro de valores controlables. Por otro lado se identificaron casos de empresas que no han sido exitosas (en el sentido que han terminado en concurso preventivo y/o quiebra) y así poder comparar las mismas variables y obtener algunas conclusiones que permitan discernir entre una empresa en situación normal y una empresa en problemas.

A los efectos de analizar, en primer lugar, la estructura de financiamiento de una muestra de empresas de la Argentina, se seleccionaron 115 empresas, de las cuales 55 son pymes, 22 pasaron durante el período de análisis de pymes a no pymes y 38 eran desde el inicio del período de análisis y siguen siendo no pymes<sup>208</sup>. Sin embargo cabe señalar que parte de estas empresas no pyme (desde antes del año 2005) pasaron a esta categoría de empresa en la última década. El período de análisis incluye los cuatro ejercicios económicos anuales de los años 2005 al 2009, aunque también se han podido evaluar los antecedentes de parte de estas empresas desde antes del año 2005.

El segmento de empresas relevadas no es representativo del mundo pyme de la Argentina, pero no sólo porque se trata de empresas con cierta trayectoria que han logrado superar los umbrales iniciales de sostenibilidad de la empresa pyme, sino porque, al tener relación directa o indirecta con grandes empresas, en la mayoría de los casos es nula o muy reducida su actividad fuera del circuito formal de la economía, algo que, a medida que analizamos empresas más pequeñas o micropymes, crece sustancialmente. Y no es un dato menor el tema de la economía informal en la actividad empresarial, porque este hecho las aleja del circuito financiero formal y el acceso a líneas de crédito a tasas al menos razonables.

Se analizaron empresas de los siguientes segmentos de mercado metalmecánica:

<sup>207</sup> Roe (return on equity) o rentabilidad sobre el capital propio; Roa (return on assets) o rentabilidad sobre el total de los activos

<sup>208</sup> La clasificación pymes y no pymes es en función de los parámetros fijados por la normativa argentina (ver capítulo 1). Luego dentro del conjunto no pyme están las empresas que cumplen las características como para ser llamadas grandes, y otras que simplemente exceden el tope de facturación y si bien son consideradas no pyme no por ello cumplen los requisitos para ser consideradas grandes.

- Aberturas
- Acoplados y Tanques
- Agropartes
- Artículos del Hogar – Frío y Lavado
- Artículos del Hogar – Gasodomésticos
- Autopartistas varios
- Constructoras
- Corte y Plegado
- Desplegados y Otros
- Estampadores
- Estanterías metálicas
- Fabricantes Latas
- Filtreros
- Máquinas autopropulsadas
- Máquinas de arrastre
- Motores
- Paneleros
- Perfil Liviano
- Piezas estampadas y subconjuntos
- Relaminadores
- Revendedores
- Silos y Secadoras
- Tambores
- Terminales automotrices
- Tubos y Caños
- Usuarios de Latas

## **1) Impacto de crisis y otras variables socioeconómicas**

La existencia de recurrentes crisis es un elemento que debe considerarse a la hora de evaluar la estructura de financiamiento de las empresas. Un empresario no tomará las mismas decisiones en un país como el nuestro con reiterados períodos de inflación, recesión, falta de liquidez y consecuente restricción crediticia.

En el caso de la Argentina, las fluctuaciones en el flujo de capitales y en el acceso al financiamiento internacional están fuertemente vinculadas a la evolución macroeconómica del país. Precisamente los shocks macroeconómicos afecta la situación financiera reduciendo la liquidez y el acceso al crédito a todo tipo de plazos (pero especialmente a largo plazo). Por lo tanto el desarrollo de mecanismos que estabilicen el flujo de capitales que ingresan al país es una medida que puede contribuir a evitar cambios abruptos en el nivel de acceso al crédito que enfrentan las empresas. Debemos considerar la importancia de evitar el rápido deterioro del sector privado en cuanto a su acceso a los mercados externos y a los créditos de largo plazo durante las caídas cíclicas producidas por las crisis. Según Fanelli et al (2002), a los efectos de flexibilizar las restricciones financieras que enfrentan las



empresas en el mercado de crédito argentino, es necesario desarrollar aquellos mercados financieros que están faltando (mercado de capitales) y mejorar el funcionamiento de los que ya existen.

El grado de autoexclusión del mercado financiero sigue siendo elevado. Según datos de la Fundación Observatorio Pyme para el año 2009, la proporción de pymes que decidieron no realizar trámites de solicitud para acceso al crédito bancario llegaba al 70%. El 42% de los empresarios que no solicitaron créditos distintos a los acuerdos de descubierto y al leasing consideraban que la incertidumbre existente respecto a la evolución de la economía argentina no generaba un marco propicio para incrementar el endeudamiento.

En relación a los plazos de los créditos, en un contexto de inestabilidad macroeconómica (a lo que puede agregarse “recurrente”) como se da en el caso argentino, el sector financiero únicamente capta fondos a corto plazo. Esto sumado a la inexistencia de alternativas de inversión y consecuentemente de financiación a largo plazo a través del mercado de capitales, produce una única oferta de crédito a corto plazo. Lo peor del caso es que ni siquiera en épocas de cierta tranquilidad macroeconómica como la actual (año 2010 con crecimiento pbi, adecuados niveles de empleo aunque con inflación real superior al 25%) los plazos de colocación de los ahorristas crecen, y tampoco crece el horizonte de proyección de los bancos cuyas curvas de rendimiento proyectado llegan sólo hasta los 2 años de plazo.

Si bien en todos los países existen diferenciales de tasas de interés entre grandes empresas y pymes, dado el mayor riesgo de este segmento de empresas más pequeñas, en la Argentina estos diferenciales son muy elevados especialmente en épocas de crisis y restricción crediticia, exponiendo allí una clara muestra de racionamiento por precio<sup>209</sup>.

Bebczuk et al (2001) encuentran que los shocks macroeconómicos negativos no solo limitan el acceso al crédito sino que también acortan la madurez de la deuda y aumentan la probabilidad de dificultades financieras. Según estos autores, ocurre un acortamiento en el plazo de los fondos disponibles, lo cual deteriora aún más la posición financiera de la empresa y la quiebra se vuelve más probable. Cabe también señalar que la quiebra se vuelve más probable para aquellas empresas que, ya desde antes del shocks desfavorables, vienen trabajando en un ámbito de restricción financiera recurrente, y su ciclo operativo de caja las obliga a recurrir al descuento de facturas o cheques, que al restringirse la liquidez y subir las tasas, les genera una situación de alto riesgo. En cambio, aquellas empresas que no recurren habitualmente a líneas de crédito de corto plazo para sostenerse financieramente, dado que no tienen desbalances en su ciclo de caja, no reciben el impacto o al menos no lo reciben con la misma intensidad.

---

<sup>209</sup> Si bien hay encuestas realizadas por Fiel que marcan diferencias superiores al 200% entre pymes y grandes empresas (comparando unas con otras), esto no siempre es así, y en épocas de excesiva liquidez como la actual (2010) hasta puede darse el caso de pymes que toman a tasas muy similares y hasta en alguna ocasión muy particular a una tasas más baja que una gran empresa.

También es importante considerar el impacto de las distintas variables socioeconómicas. Aún cuando muchas pueden ser las variables implicadas en el problema, resulta relevante determinar el nivel de relación entre la estructura financiera de las empresas y un grupo particular de variables socioeconómicas como lo son: el tamaño, la edad, el sector al que pertenecen, la tecnología utilizada en sus procesos productivos y la internacionalización de sus productos, así como la influencia de los tomadores de decisiones dentro de las empresas.

Según la opinión de diversos autores, las empresas de reducido tamaño (pymes) asumen un cierto equilibrio entre unos costos de agencia prácticamente nulos a cambio de renunciar a emprender proyectos de inversión que les permitirían crecer. Las empresas más jóvenes, también, una vez establecidas, pueden decidir renunciar a crecer si con ello consiguen evitar la dilución de la propiedad del negocio y la pérdida de independencia. El tamaño, la edad, el sector y la internacionalización parecen influir decisivamente en las políticas de crecimiento y, por tanto, en el tipo de fondos o estructura financiera en la que se apoyarán.

En la Argentina, la estrategia de crecimiento basada en la sustitución de importaciones dio lugar a una estructura industrial orientada al mercado interno, con plantas menos preparadas para un crecimiento proyectado en el tiempo, en comparación a lo que puede observarse en la práctica internacional. Es frecuente observar el crecimiento desordenado a nivel de plantas industriales hasta que se llega a la saturación de capacidad y altos niveles de ineficiencia por problemas de lay out. Recién luego de muchos años, en algunos casos, los empresarios toman la decisión de mudarse a parques industriales para superar las restricciones señaladas.

En el siguiente cuadro puede observarse el resultado de una encuesta a un grupo de 46 empresas pyme metalmecánicas durante el año 2004, año en el que se afianzaba un crecimiento de la actividad económica en general, con recuperación de la actividad local y manteniéndose aún el proceso de sustitución de importaciones:

<b>Resumen de encuesta – Necesidad de financiamiento</b>	
Total de casos relevados	46
Cantidad de empresas que necesitan financiación	26
Monto en U\$S	17,8
<b>Destino Inversiones en capital de trabajo</b>	
Aumentar producción	42%
Aumentar exportaciones	35%
Aumentar créditos al mercado local	23%
<b>Inversiones</b>	
Cantidad de empresas que tienen pensando invertir en el año 2004 para aumentar capacidad	38

Fuente: Encuesta Propymes Techint (2004)

De la muestra de empresas, la mitad exportadoras, el 83 % tenía previsto invertir, pero sólo el 57% necesitaba financiación, lo cual ratifica lo generalmente aceptado para el mundo pyme en el sentido de cierta predilección por la autofinanciación.

En relación a las empresas exportadoras, y ante la recurrencia de crisis en países como el nuestro, muchos sostienen que tienen ciertas ventajas para sostener los niveles requeridos de apalancamiento. Se puede dar un argumento simple: una empresa que tiene la mayoría de sus ventas en dólares, es decir, la mayoría de sus ventas se realizan fuera del mercado nacional, puede usar sus ventas en dólares como colateral incluso en épocas de crisis local, y por lo tanto se espera que las empresas exportadoras tengan mayor capacidad de apalancarse en momentos de crisis en comparación a las empresas que se dedican exclusivamente al mercado nacional.

Según Fiel (1995), el mercado de transferencia tecnológica está caracterizado por asimetrías informativas de distinto tenor<sup>210</sup> que generan costos de transacción entre las partes a partir de los problemas de comunicación, y que generalmente son más significativos en las empresas más pequeñas.

Las empresas de diferentes sectores o segmentos de mercado también presentan diferencias en sus necesidades de actualización tecnológica en función al mercado al que pertenecen, su matriz de fuerzas competitivas y su nivel de internacionalización (entre otros factores). Sin embargo no todas las empresas de un mismo sector se comportan de igual forma ya que la percepción de cada empresario difiere respecto a la evolución y grado de certidumbre macroeconómica nacional. Se exponen a continuación algunos ejemplos de lo acontecido durante la última década.

En la Argentina el sector de línea blanca heladeras quedó prácticamente desmantelado con el cierre de varias empresas del sector y la partida de Whirlpool a Brasil a inicios de la década del 2000. A partir de las medidas proteccionistas del gobierno, algunas empresas (menos de diez) iniciaron un proceso de recuperación a partir de la sustitución de importaciones. Para ello tuvieron que actualizarse tecnológicamente en base a la financiación de proveedores del exterior más la retención de utilidades extraordinarias. También contaron con subsidios del Banco Mundial para la renovación de líneas productivas por temas medioambientales.

Los otros segmentos de línea blanca (cocinas y lavarropas) también tuvieron una fuerte recuperación en la última década, y se observó un importante nivel de inversiones, que, al igual que en el segmento heladeras, no contó con el respaldo de las instituciones financieras. En los primeros años de la década del 2000 (hasta el 2005 aproximadamente), la financiación de las inversiones en activos fijos tenían una participación de bancos inferior al 10%, algo que se replicaba en los demás segmentos de mercado. También debe tenerse en cuenta que estos sectores de línea blanca operan básicamente en el mercado local con escasa chance de competir internacionalmente con

---

<sup>210</sup> Sobre la disponibilidad de nueva tecnología, la identidad de potenciales usuarios, la utilidad de la tecnología, etc.

empresas de mucha mayor escala y nivel tecnológico, lo cual les resta posibilidades de acceso al financiamiento.

El sector autopartista que opera con terminales es totalmente dependiente de las grandes empresas fabricantes de automóviles. Requieren con cierta frecuencia de fuertes inversiones en matricería y actualización tecnológica permanente en virtud de los altos estándares de calidad requeridos. Durante la década del noventa muchos autopartistas quebraron y durante la década del 2000 muchas firmas que estaban en situación delicada lograron un recorrido de crecimiento acompañando el aumento de la producción nacional de automóviles.

Los fabricantes de maquinaria agrícola fueron uno de los sectores claramente ganadores en los años posteriores al default del año 2001. Sus clientes (el campo) fue un sector que se vio beneficiado por la devaluación, y la capacidad del sector industrial proveedor de maquinaria en general se vio desbordado por la demanda. Se inicio rápidamente un proceso de inversiones con autofinanciación a partir de rentas extraordinarias. Este mismo sector estuvo sometido a diferentes crisis durante la década del noventa y uno de los problemas recurrentes era el descalce entre los plazos de venta de los bienes de capital producidos y el plazo de pago a sus proveedores.

El sector de tambores con las petroleras como grandes clientes sufrió una crisis muy severa durante la década del noventa con una sobreoferta de producto que genero una guerra de precios que derivó en la quiebra de varias empresas pyme participantes. Se sostuvieron pocas empresas pequeñas con políticas más conservadoras a nivel financiero y una gran empresa que era subsidiada desde el exterior. Luego de este ajuste de participantes en el mercado, y con la recuperación de la demanda se produjo un fuerte crecimiento de los sobrevivientes pyme con una fuerte tendencia hacia la autofinanciación de las inversiones.

Estos son solo algunos ejemplos de lo acontecido en diferentes mercados con participación de pymes en los cuales se observan decisiones diferentes para atravesar situaciones de crisis y fases de crecimiento económico. Más adelante, cuando se analiza el impacto del sector industrial, se describen otras características observadas en base a la clasificación por sector de mercado.

## **2) Modigliani – Miller (MM) - Irrelevancia de la estructura de financiamiento**

A partir de la Proposición I (“el valor de mercado de la empresa es independiente de su estructura financiera y depende exclusivamente de la capacidad de los activos empresariales de generar renta”) es posible deducir la Proposición II relativa a las empresas endeudadas: “La tasa de rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ) es función de su nivel de endeudamiento”. Luego según la proposición III, aquella empresa que tiene como meta el objetivo financiero (maximizar la riqueza de sus accionistas) realizará únicamente aquellos proyectos de inversión cuya tasa interna de rentabilidad

(R) sea al menos igual a  $K_o$ , cualquiera que sea la naturaleza de los recursos financieros empleados para su financiación.

Con la acumulación progresiva de evidencia empírica que contradecía las consecuencias de sus proposiciones, tanto MM como comentaristas posteriores han planteado la tesis de que las mismas carecen de dominio de aplicación pese a lo cual brindan un marco conceptual en el cual se pueden incorporar gradualmente los aspectos relevantes de la realidad no contemplados en sus supuestos.

La rentabilidad sobre el capital propio (ROE) promedio de los cuatro ejercicios anuales (período 2005-2009) para el conjunto de empresas pyme de la muestra de empresas industriales metalmeccánicas es del 24% anual promedio. No todos estarán de acuerdo respecto a si este nivel de rentabilidad implica un retorno adecuado para un empresario pyme en un país como la Argentina. De todas formas cabe aclarar que la rentabilidad que surge de los EE.CC. no refleja el resultado final real para el empresario.

En el ámbito empresarial, llamamos riesgo a la variabilidad asociada con una corriente de beneficios esperados por un inversor (Mascareñas, 1993). El riesgo implica que el beneficio esperado no tenga porque coincidir con el beneficio final real. El riesgo empresarial es algo complejo y que incluye numerosas variables y tipos de riesgo. En lo relativo al análisis de las políticas de financiamiento de empresas me referiré a dos tipos de riesgos: el riesgo económico y el riesgo financiero.

Para calcular el riesgo económico debemos primero obtener el valor del rendimiento económico<sup>211</sup> (Mascareñas, 2008), que es el rendimiento promedio obtenido por todas las inversiones de la empresa, y su riesgo viene dado por la variabilidad respecto del rendimiento esperado. El punto es que muchos empresarios pyme no tienen un beneficio esperado proyectado ya que no hay planificación de resultados, no se lleva adelante y controla una cuenta económica en forma mensual, no hay tableros de información que permitan seguir mensualmente la evolución de los activos y pasivos de la firma, y los estados contables son un trámite para cumplir con la normativa pero no cumplen el rol de exponer la evolución de la empresa. Para un empresario pyme el riesgo significa vender y no cobrar, la generación de pasivos laborales, la pérdida de algún cliente importante, las pérdidas por falta de adecuados controles.

El riesgo financiero, también conocido como riesgo de crédito o riesgo de insolvencia, es el resultado directo de las decisiones de financiación, porque la composición de la estructura de capital de la empresa (el nivel de apalancamiento financiero) incide directamente en su valor. El empresario espera que el rendimiento financiero<sup>212</sup> sea superior al económico debido a la

---

<sup>211</sup> El riesgo económico se refiere a la variabilidad relativa de los beneficios esperados antes de intereses pero después de impuestos (BAIDT). Este rendimiento económico coincide con el ROA cuando la empresa evaluada no cotiza en bolsa ya que se obtiene dividiendo el BAIDT con el activo total (o suma del pasivo más patrimonio neto).

<sup>212</sup> El rendimiento financiero coincide con el ROE cuando la empresa objeto de estudio no cotiza en bolsa, ya que ROE = beneficio neto después de impuestos sobre el valor contable de las acciones.

utilización del apalancamiento financiero, lo que ocurre cuando la empresa financia parte de sus activos a través del uso de endeudamiento.

Existe una limitación importante para el cálculo del rendimiento económico. Debemos considerar el beneficio antes de intereses y después de impuestos, pero sucede que buena parte de los intereses que paga una empresa son implícitos y no explícitos<sup>213</sup>. Aceptando esta limitación informativa, de todas formas puedo concluir que en general se produce un apalancamiento positivo<sup>214</sup> para las empresas al incorporar pasivos para la financiación de parte de sus activos. El ROA promedio para el segmento de empresas pymes es del 16% para el período evaluado.

De la información evaluada no se puede extraer una conclusión respecto a la política de distribución de utilidades, ya que en pymes, esto no se debe verificar únicamente a través de la distribución de dividendos y honorarios al directorio, que se puede leer a partir del estado de evolución del patrimonio neto, sino que existen un sinnúmero de retiros adicionales a través de pagos de gastos particulares, y tal situación no es reflejada por la contabilidad.

Muy pocas de las empresas de esta muestra han sido fundadas por sus accionistas actuales. En general se trata de empresas con una continuidad de la empresa familiar en segunda generación, y en menor medida algunos casos de continuidad en tercera generación. Una parte de los empresarios a su vez, diversifican sus actividades empresariales, y si bien procuran maximizar el resultado operativo de la firma principal, no tienen una exigencia de ganancia mínima como hecho determinante que pueda hacerlos pensar en salir de la actividad y cambiar la alocaión de sus fondos en otras actividades más rentables. Por el contrario, y aún con rendimientos relativamente bajos en comparación con otras alternativas de negocios, las empresas pyme familiares tienden a permanecer bajo el control accionario de la misma familia.

Existe una tendencia a la sobre simplificación de decisiones de financiamiento en algunas pymes. Comparan la tasa de interés con el margen bruto, en lugar de comparar con la rentabilidad total de los activos.

Hay también un desconocimiento de equivalencias de tasas de interés y se toman decisiones entre fuentes alternativas de financiación comparando solamente la tna o la tea<sup>215</sup> sin considerar gastos o tasas directas asociadas<sup>216</sup>.

### **3) Trade Off - Beneficios impositivos versus Costos de quiebra**

---

<sup>213</sup> Por interés implícito me refiero aquí a la carga financiera contenida en la factura de los proveedores, ya que usualmente existen descuentos por pago de contado de la materia prima e insumos.

<sup>214</sup> El Apalancamiento Financiero será positivo cuando la obtención de fondos proveniente de préstamos hace aumentar el ROE, y esto se da cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa es mayor a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos (se observan solo 2 excepciones en la muestra seleccionada).

<sup>215</sup> TNA, tasa nominal anual, TEA, tasa efectiva anual

<sup>216</sup> Es común observar el incorrecto análisis del impacto de tasas directas como lo son el impuesto de sellos y el impuesto a los débitos y créditos bancarios en el costo total de la operación.

Esta teoría sugiere que la estructura financiera óptima de las empresas queda determinada por la interacción de fuerzas competitivas que presionan sobre las decisiones de financiamiento. Estas fuerzas son las ventajas impositivas del financiamiento con deuda y los costos de quiebra. Por un lado, como los intereses pagados por el endeudamiento son generalmente deducibles de la base impositiva del impuesto sobre la renta de las empresas, la solución óptima sería contratar el máximo posible de deuda.

Siguiendo el enfoque del TO, se pueden pensar en distintos factores que afectan la estructura de financiamiento<sup>217</sup> de una pyme:

- tasa efectiva de impuestos
- estructura de activos
- tamaño
- industria y/o especificidad de los activos
- riesgo operativo
- costos de quiebra indirectos

En una empresa pyme familiar lo que la familia accionista en general busca es mantener el control, pero no sólo accionario, sino el control de la situación. No desean tener que ser monitoreados por un banco o generar un grado de dependencia tal que en lugar de acreedores pasan a ser socios, y dejarán pasar oportunidades de inversión potencialmente rentables si tiene que ser a costa de una alta dependencia con instituciones financieras, impactando en la decisión el tipo de línea ofrecida. Debido a las recurrentes crisis de nuestro país, habrá más aceptación de tasas fijas en pesos a largo plazo y por ende mayor permeabilidad a tomar deuda y menos aceptación de tasas variables y/o en monedas diferentes a las de curso local.

Si en cambio una empresa pyme familiar se encuentra en situaciones de iliquidez, en épocas de alta restricción crediticia, lo que prevalece es salir adelante de la situación de coyuntura sin ningún tipo de análisis acerca de costos de quiebra directos ni indirectos. En el desarrollo de algunas crisis de la Argentina se han podido observar las siguientes situaciones:

- descuento de cheques a tasas extremadamente altas;
- solicitud de fondos a prestamistas privados a tasas usureras;
- intercambio de cheques entre empresas sin vinculación comercial y posterior descuento de los mismos;
- solicitud de anticipos a clientes a cambio de elevadas bonificaciones comerciales;
- incremento de operaciones informales al sólo efecto de obtener efectivo.

Cuando la empresa pyme deja de serlo y llega a ser una organización donde ya no existe una línea directa entre todos los que la conforman, y el crecimiento es lo que importa, el accionista lo que busca es mantener el control accionario, y si bien se preocupa por mantener niveles de apalancamiento

---

<sup>217</sup> Aclaro nuevamente que si bien las teorías desarrolladas en general se refieren a la estructura de capital, al evaluar el segmento pyme, adapto los diversos enfoques propuestos por las teorías para referirme a estructura de financiamiento.

razonables, en general elegirá llevar adelante inversiones rentables aunque tenga que incrementar su nivel de deuda más allá de algún target estipulado previamente como razonable.

Las empresas asignan diverso grado de importancia a la política fiscal a la hora de decidir un plan de inversiones. Cuando se consulta a los empresarios pyme, un alto porcentaje desea medidas que disminuyan la presión del impuesto a las Ganancias, remover mecanismos fiscales de impacto financiero, como la devolución inmediata del IVA, disminución y/o eliminación del impuesto a ganancias mínima presunta, y otras medidas como reducción del costo laboral, como elementos para facilitar la decisión de crecer y por ende de promover nuevas inversiones. Pero esta atención hacia aspectos fiscales que afectan su rentabilidad neta final no significa que los empresarios tengan la mira puesta en alcanzar una estructura óptima tomando la mayor cantidad de deuda posible hasta el punto que involucre algún riesgo de insolvencia o quiebra.

En muchas ocasiones los empresarios pyme aceptan recomendaciones generalizadas, que a priori beneficiarían a las empresas, y optan por alternativas de inversión y/o financiación en base a información que no es chequeada mediante un desarrollo analítico de costo beneficio para su empresa en particular.

Iniciativas como la de amortización acelerada de los bienes de capital y el proyecto de ley de desgravación de Ganancias a las Pymes que reinviertan utilidades (siempre que esas ganancias sean reinvertidas en la compra, construcción, fabricación o importación definitiva de bienes de capital), se encuentran en línea con los objetivos empresarios, y constituyen medidas relacionadas con efectos fiscales que claramente incentivan la inversión y de ser necesario el incremento del endeudamiento.

La falta de previsibilidad de la economía argentina y los recurrentes cambios en materia de impuestos complica cualquier tipo de planificación impositiva, y siguiendo el enfoque de esta teoría, complica por lo tanto las decisiones a nivel de estructura de financiación. No solo nos referimos a nuevos impuestos y/o a cambios en los tributos ya vigentes, sino también a los cambios en la interpretación de las normativas vigentes<sup>218</sup>.

Al evaluar la estrategia impositiva se confunde muchas veces la diferencia entre poder optar o decidir entre alternativas y tomar lo única alternativa que el mercado ofrece.

El arrendamiento o leasing es aún más seguro que la deuda asegurada a nivel de riesgo para los prestamistas. Las pymes utilizan frecuentemente la herramienta del leasing, no sólo por alguna ventaja impositiva que puede ofrecer, sino porque es lo único que el mercado financiero ofrece para aquellas empresas que no cuentan con una calificación adecuada. Por la creencia en la ventaja eterna a nivel de deducciones fiscales, se omite muchas veces el

---

<sup>218</sup> Un ejemplo del problema que originan los cambios interpretativos de las normas impositivas se observa en el impuesto sobre los ingresos brutos. Ventas que estaban exentas pasan luego a estar gravadas.



cálculo de costo financiero efectivo total. En el cálculo del costo efectivo deben computarse no solo los intereses contractuales, sino también el IVA, la prima del seguro obligatorio, y las cargas administrativas varias que pueden estar incluidas. Además de tener una tasa de interés más elevada en relación a los préstamos financieros, los contratos de leasing en general incluyen severas penalidades por cancelación anticipada (además de que la opción de cancelación anticipada no es viable en cualquier momento sino luego recién de un número significativo de cánones abonados) y también generalmente prevén tasas variables atadas a indicadores macroeconómicos más un spread adicional.

En Argentina el mercado de leasing se encuentra principalmente canalizado a través de operaciones directas de los bancos, mediante entidades de leasing (que a su vez son propiedad de bancos) o bien mediante compañías especializadas en leasing (por ejemplo, las vinculadas a terminales automotrices o empresas de tecnología). Después de un año difícil en la industria de leasing en el 2009, en el cuál se comercializaron solamente \$1.200 MM (cuando en el 2008 se hizo el doble), los primeros meses del 2010 muestran una demanda activa y una oferta más proclive a extender los plazos de la financiación y ampliar las opciones, lo cual reafirma que la industria del leasing es muy cíclica respecto de lo que es el clima general económico, porque en definitiva es el reflejo de la inversión, y también de la escasez de alternativas de instrumentos de financiación a largo plazo para las empresas más pequeñas.

Según se puede observar en el resultado del trabajo de campo sobre la muestra mayor seleccionada (115 empresas), las empresas de mayor tamaño tienen mayor proporción de deuda, y esto coincidiría con los argumentos que señalan que a mayor tamaño de la empresa, los acreedores le asignan un riesgo de insolvencia menor. Pero no sólo tiene que ver con las preferencias de los acreedores sino también con la elección de los empresarios a partir del crecimiento que va teniendo la firma y el desarrollo de la familia accionista dentro de la misma.

#### **4) Pecking Order - Orden de preferencia de las fuentes de financiamiento**

La teoría de financiamiento de la jerarquía de preferencias (*Pecking Order*) toma estas ideas para su desarrollo y establece que existe un orden de elección de las fuentes de financiamiento. Según los postulados de esta teoría, lo que determina la estructura financiera de las empresas es la intención de financiar nuevas inversiones, primero internamente con fondos propios, a continuación con deuda de bajo riesgo de exposición como la bancaria, posteriormente con deuda pública en el caso que ofrezca menor subvaluación que las acciones y en último lugar con nuevas acciones.

Myers (1984) señala que "no hay un ratio de endeudamiento bien definido, porque hay dos tipos de capital propio: uno interno, al principio de la lista, y otro externo, justo al final. El ratio de deuda de cada firma refleja sus

requerimientos acumulativos de financiamiento externo”.<sup>219</sup> Si queremos ir más en detalle podríamos señalar que:

- las empresas prefieren el autofinanciamiento o financiamiento interno;
- si los fondos disponibles por la generación interna no alcanzan para financiar inversiones potencialmente rentables, reducirán su nivel de caja operativa achicando su disponibilidad de fondos o bien, si cuentan entre sus activos con inversiones corrientes, realizarán las mismas para utilizar los fondos resultantes;
- si los fondos disponibles siguen sin alcanzar y se mantiene la necesidad de fondeo, el orden en que buscarán el fondeo externo es 1) emitir deuda, 2) bonos convertibles, y 3) y al final de la lista la emisión de acciones.

Traduciendo esto al lenguaje pyme en la Argentina, es muy poco probable emitir deuda en mercado de capitales<sup>220</sup>, y la otra forma de emitir deuda es a través del mercado financiero. Respecto de los bonos convertibles es un instrumento casi inaccesible para pymes en nuestro país, y respecto a la emisión de acciones, tampoco es aplicable para las pymes en general. Las pocas pymes que cotizan en Bolsa de Valores (en la Argentina casos como Longvie, Domec por mencionar el segmento de línea blanca) no utilizan esta alternativa como forma habitual para fondearse, y no aparecen otras firmas pymes, en cantidad representativa, que busque esta alternativa de financiación vía apertura de capital.

Si una empresa (siempre refiriéndome a pymes industriales) opta por ampliar el uso de fondos propios a partir de la apertura de capital, las opciones son la venta parcial o total de la empresa, para lo cual, si bien no existe un esquema o práctica generalizada, suelen utilizarse las siguientes estrategias:

- mandato por tiempo determinado a consultoras para venta de la firma;
- asociación entre empresarios del sector acordando sus respectivas participaciones accionarias;
- ventas de participaciones a fondos de capital de riesgo, en ocasiones con cláusulas de recompra accionaria;
- intervención del proveedor principal de la cadena de valor en la negociación accionaria con otros participantes del sector;
- compras entre miembros de la familia o de distintas familias por diversas situaciones que pueden ir más allá de una necesidad de financiamiento.

Los nuevos aportes de capital de los socios, en la práctica, no están al final de la lista. De hecho es algo recurrente el uso de préstamo de socios por necesidades transitorias de liquidez, y por tal motivo agrego esta práctica a la primera lista de opciones de autofinanciación.

Para la muestra seleccionada en el trabajo de campo no existe evidencia que corrobore el caso de los nuevos emprendimientos y el uso casi exclusivo

---

<sup>219</sup> Myers (1984), pp. 9 y 10

<sup>220</sup> Más allá del régimen simplificado para emisión de ON pymes, su alta carga de requisitos y costos fijos de transacción, la hacen una herramienta aún muy sofisticada para el gran universo de empresas.

de capital propio como fuente de fondeo. Inicialmente las fuentes internas de financiación estarían constituidas por aportes del equipo emprendedor, familiares y amigos, tal como lo indican los trabajos de investigación evaluados (Berger y Udell, 1998) (Frid, 2009) y (Ferrer y Tanaka, 2009). La alternativa de los inversores “ángeles”, sin nexo de amistad o parentesco con los emprendedores, parece poco habitual en nuestro país.

## **5) Enfoque del ciclo financiero de crecimiento de la firma**

La visión tradicional del ciclo de vida de las firmas ha venido evolucionando a medida que los contextos económicos en los cuales se desarrollan las empresas se ha modificado sensiblemente. Este enfoque pretende encontrar paralelismos entre la evolución en el desarrollo de las empresas y los cambios en el acceso al financiamiento y en la estructura de financiación de los activos. De todos modos, Berger y Udell (1998) enfatizan la existencia de una considerable heterogeneidad entre los distintos tipos de empresas y los tipos de financiamiento que reciben.

Mientras una alta proporción de firmas pymes dejan de existir en el corto plazo, otra alta proporción se mantiene durante muchos años en un nivel similar de operaciones (es decir se mantiene como una pyme), y finalmente una proporción menor avanzan hasta convertirse en empresas grandes. Entonces, tal como señala Storey (1994), un alto porcentaje de empresas pyme son pequeñas hoy en día, si logran sobrevivir a los primeros años de existencia, presentan características como para mantenerse siempre en el mismo nivel o escala de negocios pyme.

No parece posible encontrar un modelo predictivo que permita determinar si una empresa pyme será exitosa en su etapa inicial o start up, si crecerá o no, y si tendrá éxito o no. No existe un patrón ideal a seguir, o una característica modelo de emprendedor que pueda identificarse y ser correlacionada con el futuro de los pequeños emprendimientos. La literatura apunta a un conjunto complejo de interrelaciones entre factores internos y externos que pueden hacer aumentar o disminuir las posibilidades de una pyme de convertirse en una empresa en crecimiento y exitosa.

Si existen dificultades estadísticas en los países desarrollados, no es necesario aclarar la problemática para acceder a información útil sobre el nacimiento, desarrollo y muerte de las empresas pyme argentinas.

Bhaird y Lucey (2006), basándose en la evidencia empírica revisada (estructuras de capital de pymes irlandesas) y los aportes teóricos acumulados, proponen una serie de hipótesis generales, aclarando que para ello deben ignorar la bien documentada heterogénea naturaleza del segmento de empresas pyme. Algunas de estas hipótesis son las siguientes:

- La edad de la empresa tiene alta correlación con el uso de fondos propios;

- Las empresas familiares cerradas mantienen una alta preferencia por los fondos propios y en mucho menor medida por los fondeo externo;
- Existe una correlación positiva entre las empresas con bienes tangibles pasibles de ser utilizados como colaterales y la presencia de financiamiento a largo plazo y negativa con la búsqueda de apertura de capital;
- El uso de la apertura de capital tiene correlación positiva con las opciones de crecimiento que tienen las empresas, mientras que el uso de capital propio tiene correlación negativa en el mismo sentido;
- El uso de la apertura de capital sería mayor en las firmas más jóvenes.
- La edad de la empresa y el uso de deuda tanto de corto como de largo plazo tiene correlación negativa;
- Las firmas más jóvenes confían más en los activos personales de los propietarios para garantizar los préstamos externos;
- Las firmas más antiguas confían más en los activos de la firma para utilizar como colaterales de préstamos externos;
- El uso de colaterales personales de los socios tiene correlación negativa con el tamaño de la empresa;
- El uso de colaterales a partir de los activos de la empresa tiene correlación positiva con el tamaño de la empresa.

La evidencia que arroja el trabajo sobre 115 empresas del sector metalmeccánico acompaña solo parte de las hipótesis precedentemente expuestas, y, en relación al ciclo de vida y financiamiento de las firmas, nos permite efectuar las siguientes consideraciones:

- El nacimiento y muerte de empresas pyme industriales es significativamente menor a otro tipo de actividades. Esto es debido a las barreras de entrada iniciales que obligan a un mayor estudio de proyectos de negocios, lo cual por otro lado luego favorece un desarrollo menos traumático en las etapas iniciales de desarrollo de las empresas;
- Solo en casos extraordinarios se analiza la apertura de capital una vez que la empresa ya está consolidada. Lo que si se observa con cierta frecuencia es la creación de nuevas sociedades entre colegas para el desarrollo de nuevos proyectos;
- Se observan cambios de tenencias accionarias entre las familias participantes, y escisiones empresarias por la inexistencia de protocolos adecuados de participación familiar a medida que la empresa se va desarrollando;
- Es difícil poder realizar una correlación que diferencie la predilección por líneas de corto y largo plazo a medida que la empresa va desarrollándose. Esto es debido a que en la Argentina la opción por líneas de largo plazo usualmente no está disponible (al menos no de manera permanente);
- Independientemente de la edad de la empresa, es general la predilección por el uso de fondos propios provenientes de la retención de utilidades;
- A medida que la empresa genera cierta reputación en el mercado financiero, algunos empresarios se muestran más permeables a la

utilización de deuda bancaria. Esto no implica alterar la predilección general por el uso de fondos propios mencionada precedentemente;

- Tanto en las firmas más jóvenes como en las más antiguas, las características personales de los socios son un factor de alta influencia para explicar el uso de bienes propios como colaterales para la empresa.

Finalmente es importante aclarar que la heterogeneidad de los distintos sectores de mercado complica el intento de formular hipótesis generales. Incluso dentro de los mismos sectores se observan diferencias importantes en relación a la evolución de las empresas y su relación con el esquema de financiamiento.

## **6) La influencia del sector de actividad empresarial**

Tradicionalmente los estudios que relacionan la clasificación industrial y la estructura financiera se han basado en el supuesto de que la pertenencia a un sector industrial es una aproximación al riesgo del negocio. Se parte de la base de que las empresas de un mismo sector trabajan con funciones de producción similares, enfrentan ambiente externo y condiciones económicas similares por lo que tienden a presentar similitudes en los niveles de varianza de las ventas y ganancias. Bajo este argumento, para que la influencia de la pertenencia a un sector industrial sea relevante, se debe considerar el riesgo del negocio como determinante clave de la estructura financiera de las empresas.

Harris y Raviv (1991) relacionan la actividad industrial con ciertas similitudes a nivel de estructura financiera pero tomando como base empírica diferentes estudios que no incluyen empresas pyme cerradas, que son precisamente el grupo de empresas cuyas características procuramos evaluar en este trabajo. Algunos comentarios particularizados por sector de mercado nos permiten tener una visión de lo que ocurre con las empresas pyme en la Argentina y la dificultad que conlleva la búsqueda de similitudes por sector industrial.

El segmento de empresas fabricantes de maquinaria agrícola, durante los períodos de buenos precios de los granos y prosperidad del campo, manejan grandes excedentes de liquidez debido al anticipo de cobranzas a clientes<sup>221</sup>. De hecho trabajan durante algunos períodos con necesidades operativas de fondos negativas debido a estas abultadas cobranzas por anticipado a los clientes. Luego la administración de estos fondos operativos adelantados fue bastante dispar dentro del sector durante el período comprendido entre los años 2002-2007. Hubo quienes, pese al alto nivel de liquidez coyuntural, se interesaron en la búsqueda de líneas de mediano o largo plazo para enfrentar un importante proceso de inversiones en activos fijos que se dio en el sector. Hubo también firmas que financiaron buena parte de

---

<sup>221</sup> Durante el año 2003-2004 varias empresas representativas del sector llegaron a tener 8 meses o más de cobranzas anticipadas y la correspondiente lista de espera para entrega de las unidades a los compradores.

los de activos fijos con estas cobranzas adelantadas<sup>222</sup> (es decir financiaron activos de largo plazo con fondos operativos adelantados). Hubo quienes prestaron atención a la administración de estos excedentes temporarios de liquidez a través del análisis de herramientas del mercado de capitales, otros que privilegiaron recuperar y ampliar niveles de stock. En resumen, la situación coyuntural era la de una demanda de productos que superaba la oferta, clientes con alta rentabilidad y liquidez, fuerte reducción de las NOF, y muy diversas formas de administración de los recursos financieros.

En los segmentos de línea blanca, previo al año 2003, los sectores vinculados a heladeras y cocinas principalmente venían muy golpeados por los niveles de actividad local y la fuerte competencia internacional. Año 2003-2004 se establecen protecciones básicamente a tres sectores (cocinas, heladeras, lavarropas) a través de cupos con Brasil (y mientras se negociaba licencias no automáticas) y virtual cierre de mercado para países fuera del Mercosur. Esta coyuntura de crecimiento de la economía interna y a la vez una fuerte sustitución de importaciones produjo un escenario muy favorable para estas firmas, muchas de las cuales venían de acuerdos de refinanciación de pasivos con sus acreedores (algunos vía concurso de acreedores y otros por acuerdos por la vía privada). Ante la inexistencia de financiación a largo plazo (la cual en algunos casos estaba agotada por las refinanciaciones de pasivos), algunas firmas intensifican el ratio de retención de utilidades y utilizan el autofinanciamiento para avanzar tecnológicamente, otras apuntan a algunos programas de empresas privadas y la sepyme de financiamiento a largo plazo, otras optan por utilizar sus excedentes para recuperar inventario y postergan decisiones de actualización del parque de maquinarias.

Los fabricantes de latas, cuasi distribuidores de materia prima hojalata con diverso nivel de valor agregado, también exponen diversas formas de administrar sus finanzas. Hay firmas con políticas de alto nivel de stock de materia prima volcando allí todos sus excedentes, y regulando estos activos hacia la baja cuando hay necesidad de adquirir activos fijos, lo cual en general realizan a través del capital propio. Hay otras firmas que optan por una política de bajo stocks de materias primas y mayor palanca financiera. Hay firmas que mantienen políticas estrictas de créditos y cobranzas y optan por competir por calidad y servicio, otras que utilizan el plazo de cobranza como argumento de venta.

Podría ocupar un capítulo entero exponer sobre la diversidad de políticas de financiamiento del segmento de revendedores/procesadores de productos siderúrgicos (en adelante centros de servicios). Las diversas crisis que sufrió el país desde el efecto Tequila de 1995 en adelante, han ido modelando diversas políticas, y no fueron pocas las firmas, incluso con cierta trayectoria en el mercado, que terminaron insolventándose. Estos centros de servicios de chapa se dividen por subsegmentos de volumen de operaciones<sup>223</sup> y especialidad en

---

<sup>222</sup> Recuerdo una conversación con el gerente financiero de una empresa líder en fabricación de sembradoras ofreciéndole líneas de financiación mediano plazo para bienes de capital y recibiendo como respuesta: "mi preocupación pasa por saber que hago con la plata que me sobra y no por financiar las inversiones que estamos haciendo"

<sup>223</sup> Subsegmentos por volumen en tn de chapa. Pequeños distribuidores de hasta 200 tn por mes. Medianos entre 500 y 1500 tn por mes. Grandes distribuidores que pueden llegar a más de 5 mil tn por mes.

tipo de materiales, lo cual guarda relación con el sector de mercado de su cartera de clientes principal. Luego cada grupo de clientes tiene particularidades en cuanto a su ciclo de caja, que son más o menos tenidas en cuenta por los centros de servicios, lo cual impacta en sus NOF. Mantener niveles de stock importantes es clave para estas empresas y diagramar el crecimiento en forma adecuada es fundamental. El problema se produjo en aquellas firmas, sin el adecuado respaldo patrimonial, y consecuente limitación de stock de producto, que quisieron crecer rápidamente en épocas de alta demanda financiando activos fijos con recursos de corto plazo e incrementando su leverage operativo hasta niveles que más adelante no pudieron sostener. Otras firmas se mantienen hace más de 20 años en niveles similares de actividad, y son firmas rentables y que permitieron a sus accionistas diversificar actividades empresariales. Otras firmas crecieron sostenidamente pero siempre respaldadas en FM con alto excedente respecto del nivel de NOF.

Dentro del grupo de variables cualitativas analizadas, la influencia del sector industrial tiene alto impacto en las oportunidades de crecimiento y la necesidad de actualización tecnológica, ambos factores con importante influencia en materia de decisiones financieras. Es importante sin embargo marcar la diferencia entre estos dos factores y las distintas respuestas que se observan por sector de mercado. Luego, entremezclando lo sectorial y lo particular, se presentan diversas variantes de respuesta ante la necesidad de inversiones, a saber:

- respuesta reactiva cuando se llega a niveles de saturación de planta y sin preocupación por una actualización tecnológica permanente;
- búsqueda de permanente actualización tecnológica independientemente de la evolución del sector de negocios;
- sectores que requieren de actualización tecnológica recurrente lo que obliga a los empresarios a una política de fuerte retención de utilidades y/o a tener activas todas las líneas de crédito disponibles.

En relación al tema de las inversiones, y dentro de las pocas ventas de parte del paquete accionario de empresas pyme a empresas extranjeras que he podido observar, son habituales pagos parciales de las acciones con maquinaria que proviene de otras plantas del mundo de la empresa compradora.

La estructura de activos de cada tipo de industria también es un condicionante a la hora de la disponibilidad de colaterales, y existe en general (aunque luego hay muchas variantes a nivel particular) una correlación positiva entre sectores con mayor proporción de activos fijos y nivel de deuda con terceros.

A continuación se puede observar una tabla resumen con algunos parámetros seleccionados que permiten observar similitudes y diferencias dentro del conjunto de empresas metalmeccánicas pero clasificando a las empresas por sector de actividad específica:

Sectores de actividad	ROE	ROA	NOF	FM/NOF	Días stock	Ciclo de caja
Aberturas	20%	14%	27%	86%	82	83 días
Acoplados y tanques	28%	15%	31%	81%	93	118 días
Agropartes	16%	10%	40%	75%	185	187 días
Artículos del hogar FyL	25%	11%	29%	54%	75	82 días
Artículos del hogar G	6%	11%	39%	68%	103	128 días
Autopartistas	20%	10%	20%	84%	93	81 días
Agro – Autopropulsados	21%	11%	34%	77%	122	131 días
Construcciones Met.	45%	21%	22%	93%	109	104 días
Corte y Plegado	24%	21%	49%	114%	241	267 días
Bandejas Port – M. Desp	26%	24%	27%	135%	92	110 días
Estampadores	9%	4%	14%	36%	79	39 días
Estanterías metálicas	16%	9%	30%	75%	92	118 días
Fab. Envases hojalata	20%	8%	22%	58%	106	91 días
Filtros	22%	13%	14%	70%	50	14 días
Maquinas de arrastre	14%	26%	46%	115%	181	204 días
Motores	26%	16%	30%	72%	77	102 días
Paneleros	26%	81%	0	378%	23	-25 días
Perfiles livianos	17%	6%	21%	2%	71	74 días
Pzas estampadas y sub.	37%	18%	15%	84%	36	6 días
Relaminadores	25%	18%	37%	89%	103	136 días
Revendedores	20%	15%	37%	96%	122	144 días
Silos y secadoras	34%	22%	29%	142%	37	60 días
Tambores	225%	110%	20%	70%	153	168 días
Terminales de autos	20%	7%	11%	51%	54	35 días
Tubos y caños	19%	10%	33%	83%	130	140 días
Usuarios de lata	20%	8%	15%	60%	133	80 días

Fuente propia

Si bien existen algunos rasgos o factores de cada actividad de negocios o sector industrial, que generan que existan ciertas características similares a nivel de política financiera entre empresas intrasector, existen otros factores, que son generales para todas las actividades, y que tienen también una influencia en materia financiera y dan lugar también a otras tantas similitudes. Entre estos factores puedo mencionar al tamaño, el esquema de toma de decisiones y planificación (formal vs. informal), y también impactan diversos factores subjetivos que tienen que ver con las características personales de los dueños y administradores o lo que algunos denominan el entrelazamiento empresa-propietario. Diversos enfoques se ocupan de estos desarrollos y cada uno de ellos señala diferentes factores con mayor o menor relevancia en las decisiones de financiamiento de las pyme. Los enfoques gerencial y de ciclo de vida (Briozzo A., 2007) ensayan una explicación de las decisiones de financiamiento pyme desde el lado de la demanda, y concluyen que empresas con características objetivas similares pueden tener estructuras de financiamiento diferentes.

## 4.4) Conclusiones

### - Resultados de Pruebas estadísticas

Se realizó prueba estadística t de student para dos muestras con varianzas desiguales con las siguientes hipótesis:



Hipótesis nula: no existen diferencias significativas entre las medias

Hipótesis alternativa: existen diferencias significativas entre las medias

Se mantuvo la clasificación del grupo de 115 empresas en tres segmentos de empresas: pymes (grupo 1), pymes que pasan a no pymes durante el período de análisis (grupo 2), y no pymes desde inicio del período de análisis (grupo 3).

Las hipótesis a contrastar y las variables utilizadas en cada caso fueron las siguientes:

1) En la medida que la empresa es más pequeña es mayor el porcentaje de capital propio que financia los activos de las firmas.

Esto se comprueba sacando la proporción de activo total financiada con patrimonio neto (capital propio) y con pasivo (capital de terceros)

2) En la medida que la empresa es más pequeña mayor es la NOF (necesidad operativa de fondos).

Esto se comprueba calculando la relación NOF sobre ventas.

3) En la medida que la empresa es más pequeña mayor debe ser FM (fondo de maniobra) para reducir su dependencia de líneas financieras de corto plazo.

Esto se comprueba calculando la relación FM sobre NOF.

4) Nivel de aversión o exclusión al crédito bancario por tamaño de empresa.

Esto se comprueba calculando la relación del pasivo corriente y no corriente bancario sobre el total de activos.

5) En la medida que la empresa es más pequeña la proporción de pasivo no corriente respecto al pasivo total es menor.

Esto se comprueba calculando la relación pasivo corriente sobre total del pasivo.

Los resultados de las pruebas fueron los siguientes:

1- Se verifica la hipótesis planteada. En la medida que las empresas son de menor tamaño tienen un mayor porcentaje de capital propio

- El porcentaje de capital propio es mayor en pymes en relación a pymes que crecieron y pasaron a no pymes
- El porcentaje de capital propio es mayor en pymes en relación a no pymes
- El porcentaje de capital propio es mayor en las pymes que recientemente pasaron a no pymes en relación a las no pymes con 4 o más años perteneciendo a este segmento

2 – No se verifica la hipótesis planteada. Las empresas tienen porcentajes similares de relación NOF / Ventas y no se cumple la hipótesis en relación a una mayor NOF relativa para el tamaño de empresas más pequeño. El segmento de empresas intermedio en este caso tiene una diferencia porcentual

significativa en términos estadísticos (32% contra 28% y 26 % de los otros dos grupos).

3 – Se verifica la hipótesis planteada. Las empresas más pequeñas tienen una relación FM / NOF mayor.

4 – Se verifica la hipótesis planteada. Las empresas más pequeñas tienen más aversión o una mayor exclusión respecto del crédito bancario. El porcentaje de deuda bancaria sobre activo total es menor.

5- No se verifica la hipótesis planteada. En la medida que las empresas son más pequeñas la participación del pasivo no corriente no es menor en comparación con las empresas más grandes ya que las diferencias de los promedios son poco significativas.

El resumen de las pruebas se observa en la siguiente tabla<sup>224</sup>:

<b>Hipótesis a contrastar</b>	<b>Comparación grupos 1 y 2</b>	<b>Comparación grupos 1 y 3</b>	<b>Comparación grupos 2 y 3</b>
<b>Las empresas más pequeñas tienen mayor porcentaje de capital propio</b>	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa
<b>Las empresas más pequeñas presentan un mayor valor en la relación NOF / Ventas</b>	Se acepta la hipótesis nula. La diferencia entre las medias no es significativa (la media de las pymes grupo 1 es menor)	Se acepta la hipótesis nula. La diferencia entre las medias no es significativa.	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa
<b>Las empresas más pequeñas presentan un mayor valor en la relación FM / NOF</b>	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa
<b>El porcentaje de deuda bancaria / activos totales es menor en las empresas más pequeñas</b>	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa	Se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa. La diferencia entre las medias es significativa
<b>El porcentaje de pasivo no corriente / pasivo total es menor en las empresas más pequeñas</b>	Se acepta la hipótesis nula. No hay diferencias entre las medias de las empresas	Se acepta la hipótesis nula. No hay diferencias entre las medias de las empresas	Se acepta la hipótesis nula. No hay diferencias entre las medias de las empresas

## - Análisis de hipótesis del capítulo

<sup>224</sup> En Anexos se incluye hoja resumen de pruebas estadísticas desarrolladas.

### Hipótesis III

**Las teorías desarrolladas no aplican en forma general para el segmento de empresa pyme cerradas.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Las evidencias obtenidas para el desarrollo de las teorías de MM, TO y PO, provienen en general de empresas grandes, públicas y de países desarrollados, y no incluyen aspectos particulares de la problemática de empresas pyme cerradas de economías como la Argentina.*

Abundante investigación de numerosos autores convalidan la afirmación planteada. Sin embargo el análisis de estas teorías nos permite incorporar valiosos conceptos en la búsqueda de cierta caracterización de la administración financiera de las pymes argentinas.

Más allá de lo expuesto se han analizado las propuestas de cada teoría y su aplicabilidad para la muestra seleccionada de empresas pyme industriales.

La evidencia empírica que arrojan los trabajos de campo analizados en esta tesis doctoral, en relación a MM, permite concluir lo siguiente:

- El valor de las empresas depende de la rentabilidad de sus activos independientemente de cómo están financiados;
- En los casos donde existe una rentabilidad objetivo, la misma no es función del nivel de endeudamiento, sino que el target objetivo proviene del mercado en el que operan y la coyuntura de funcionamiento del mismo;
- La empresa se sigue manteniendo en poder de la misma familia de accionistas aún en períodos con bajos niveles de rentabilidad;
- Las pymes tienen objetivos de contribución bruta, que en base a estructura de costos fijos y semifijos que tienen, les asegura alcanzar la ganancia operativa esperada. Sin embargo en muchas ocasiones no existe un adecuado seguimiento de la relación precios de productos – costos variables – costos fijos, y se producen variabilidades significativas en los niveles de rentabilidad;
- Si bien no existe una estructura óptima de financiación de la firma, las distintas coyunturas económicas de países como la Argentina (en el sentido de economías en desarrollo con recurrentes cambio de ciclos de actividad) invitan al empresario a tener distintas estrategias de financiación que mejor se adaptan a cada situación.

La definición de un ratio óptimo de endeudamiento en la Pyme, como postula TO, implica la necesidad de establecer qué se busca optimizar. La teoría financiera brinda dos respuestas: minimizar el costo del capital promedio ponderado y maximizar el valor de la empresa. La evidencia empírica que

arrojan los trabajos de campo analizados en esta tesis doctoral, en relación a TO, permite concluir lo siguiente:

- Las empresas pyme, en general, no desarrollan una estrategia de estructura financiera óptima evaluando el efecto impositivo favorable por la deducibilidad de los intereses financieros;
- No existe una preocupación empresaria por el valor de la empresa ya que es poco usual la realización periódica de una valuación, y es prácticamente inexistente la cotización pública de empresas pyme en la Argentina;
- Se prioriza en general la reducción del monto imponible, tanto por la vía de actividades formales como así también de actividades informales;
- Si teóricamente existiera un ratio de deuda óptimo y luego en la práctica las empresas se mueven con gran dispersión respecto de tal ratio, operacionalmente pierde sentido el mismo concepto de nivel óptimo de deuda;
- Se utiliza en algunos casos la mezcla de negocios y actividades de la familia para optimizar el efecto impositivo de las distintas empresas;
- Prevalece la solución de una situación coyuntural por encima de la evaluación del costo de quiebra. En este sentido la minimización del costo de capital promedio es evaluado pero siempre que la forma en que se financie la empresa no afecte sus flujos de fondos operativos;
- Se incrementa el número de operaciones informales en épocas de crisis y restricción crediticia.

Frente al apalancamiento financiero la empresa se enfrenta al riesgo de no poder cubrir los costos financieros, ya que a medida que aumentan los cargos fijos, también aumenta el nivel de utilidad necesaria (antes de impuestos e intereses) para cubrir los costos financieros. El aumento del apalancamiento financiero ocasiona un riesgo creciente, ya que egresos financieros mayores obligan a la empresa a mantener un nivel alto de actividad y utilidades para continuar con la actividad productiva. En coyunturas de restricción crediticia y altas tasas de interés, aquellas pyme con alto apalancamiento pueden tener graves problemas si no logran reducir su ciclo de caja y por ende su dependencia de las líneas de crédito bancario de corto plazo.

Cabe incluir en la consideración elementos de nuestro sistema impositivo que generan indiferencia en las decisiones de endeudamiento. Así por ejemplo se encuentra el Régimen de Pequeños Contribuyentes o Monotributo, que sustituye al Impuesto a las Ganancias y al Impuesto al Valor Agregado para cierto sector de contribuyentes. Si bien recientemente se han incrementado los topes de facturación anual para poder estar incluidos en este régimen, aplica en general para micropymes y no para pymes industriales que son el foco principal de este trabajo. De todas formas, y si eventualmente se ampliara el rango de facturación anual permitido para este régimen cabe aclarar que como para estas empresas el impuesto a pagar es un monto fijo, el efecto fiscal de los intereses pierde por completo su relevancia.

Luego, todo otro esquema que implique una tributación fija (como el impuesto a la ganancia mínima presunta con un mínimo imponible) y que actúen como deducible del impuesto a las ganancias, implica que se convierten en sustitutos del escudo fiscal de los intereses.

Finalmente cabe también tener presente las ventajas impositivas que pueden ofrecer algunos instrumentos financieros, tanto al tomar deuda como a lo que a colocación de excedentes se refiere. Sin embargo excede el objetivo de esta tesis un desarrollo específico de temas impositivos.

El enfoque de PO implica que la empresa va utilizando las distintas fuentes de financiamiento respondiendo a las necesidades de fondos que se van presentando. El problema de las pyme precisamente radica en la anticipación del cálculo de estas necesidades. En general el empresario pyme define los retiros que se realizan mensualmente y acuerda con cierta anticipación el nivel de dividendos anuales. También maneja a su criterio el momento de incorporar activos fijos aunque en muchas ocasiones dependerá de la existencia o no de créditos financieros o de parte de los proveedores locales o externos. Finalmente tiene muchas dificultades para proyectar las necesidades operativas de fondos, lo cual implica una seria limitación para definir apropiadamente la jerarquía de los medios de financiación y en muchas ocasiones tienen que resolver situaciones coyunturales sin demasiado tiempo de análisis.

Tomando parcialmente a Zoppa y McMahon (2002), más algunos ajustes incorporados, una especificación completa de la teoría de PO para pymes, en referencia al ranking de preferencias entre alternativas de financiamiento, podría ser la siguiente:

1. Reinversión de beneficios<sup>225</sup>;
2. Financiamiento con deuda a corto plazo, incluyendo el crédito comercial de proveedores y bancario. En el caso de pymes con problemas de acceso al circuito formal recurren al mercado informal y/o de entidades no reguladas por BCRA a tasas más elevadas. Los autores agregan los préstamos personales pero esto implicaría la mezcla de flujos de fondos personales con los de la empresa que no se da tanto en pymes industriales (si en los casos de situaciones críticas);
3. Financiamiento con deuda a mediano plazo, líneas amortizables hasta 2 años de plazo actualmente, que cada tanto ofrecen los bancos con los que hay relación transaccional;
4. Nuevos aportes de los socios para cubrir necesidades transitorias de caja;
5. Financiamiento de deuda a largo plazo con entidades financieras siempre que haya alguna línea disponible y puedan calificar. Dado que la accesibilidad a este tipo de préstamos es muy

---

<sup>225</sup> Estos autores incluyen incluso la diferencial de salario que corresponde al empresario por su dedicación a la empresa y que no cobra regularmente. Esto es verificable parcialmente. En algunas ocasiones los sueldos estipulados para los socios superan lo que puede pagar una pyme, en otras se entremezclan gastos personales y gastos empresarios, y en otros se producen retiros regulares a través de la generación de fondos de la economía informal de la empresa.

escasa en la Argentina, si el proyecto de inversión es potencialmente muy rentable, si no hay fondeo externo se realizan nuevos aportes de socios o bien se recurre a préstamos de familiares o personas relacionadas vía contratos de mutuo;

6. Búsqueda de socios, pero esto sólo en los casos en que observan una oportunidad de negocio impostergable, o bien en casos que la misma competencia de su sector de mercado los obliga a compartir el negocio con empresarios que aseguren la sustentabilidad<sup>226</sup> de la empresa.

Cabe aclarar que los nuevos aportes de socios señalados como cuarta opción, en general se exponen como otras deudas en los rubros de pasivo corriente y no corriente, y sólo en algunas ocasiones se llega a la capitalización de tales préstamos cuando alguna calificación crediticia así lo requiere.

Para que pueda cumplirse el ranking de preferencias expuesto, es importante la trayectoria de vinculación de la empresa con uno o más bancos. Sin transaccionalidad previa se acentúa el racionamiento y la fuente de fondos proveniente de deuda financiera se reduce.

En el caso de nuevos emprendimientos pyme la fuente de financiación exclusiva son los fondos propios y la posibilidad de utilización de fondos externos se va incrementando con el transcurso del tiempo y el desarrollo de la empresa.

En la Argentina, en general, los empresarios pyme<sup>227</sup> no eligen como financiarse, sino que se financian como pueden. No todos, pero sí una cantidad representativa de empresas pyme toman las decisiones en materia de financiación en forma reactiva y no proactiva, no planifican, ejecutan decisiones según lo que el corto plazo les va exigiendo cada semana.

A nivel de pymes industriales, empresas que cuentan con una dotación cercana a las 50 personas o más, y con cierta trayectoria en el mercado, la situación es algo diferente, aunque no tanto como algunos autores sostienen.

En base a la evidencia de campo evaluada, propia y de otros autores, considero que no es posible encuadrar la política de financiamiento de pymes industriales argentinas en una única teoría explicativa. Ninguna de las teorías evaluadas permite interpretar las variantes que surgen semana a semana en la administración financiera de una pyme. Dado lo expuesto, sostengo que para las teorías analizadas es difícil incluir en su dominio de aplicación al conjunto de empresas pyme argentinas. Ni MM, ni TO, ni PO, lo que aplican son políticas de financiamiento altamente heterogéneas.

---

<sup>226</sup> Un ejemplo de esto se dio en sector industrial de fabricación de aerosoles en la Argentina (año 1998), cuyo Mercado había quedado compartido por grandes empresas internacionales y un fabricante local pyme, quien tuvo que vender parte de su negocio a una empresa americana para poder sobrevivir.

<sup>227</sup> Reitero que no me ocupé de las micropymes dado que no he realizado trabajos de campo en este ámbito empresario como para comprobar mis hipótesis de trabajo.

## Hipótesis IV

**La heterogeneidad del segmento deriva en muy variadas estructuras de financiamiento.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Las evidencias obtenidas en los trabajos de campo propios y su comparación con otros trabajos de investigación comprueban la misma. Complementariamente, las pruebas estadísticas desarrolladas apoyan la aceptación de la hipótesis.*

El capítulo 4 finaliza con una tabla que resume parte de los resultados del trabajo de campo sobre la muestra de 115 empresas del sector metalmecánica, y el título resume la justificación de esta hipótesis de trabajo: “Ni MM, ni TO, ni PO, Políticas de financiamiento heterogéneas”.

Una primera clasificación<sup>228</sup> del total de la muestra separa las empresas en tres grandes grupos:

- pymes
- pymes que en los últimos años pasan a no pymes
- no pymes

Las características de la administración financiera en pymes fueron analizadas en el capítulo 4 y son influenciadas por.

- El impacto de las crisis económicas internas y externas;
- Variables socioeconómicas;
- El sector industrial y/o de negocios al que pertenecen;
- El ciclo de vida de la empresa.

En base a lo observado en las crisis de 1995 (efecto Tequila), 1998/9 (efecto devaluación del real), default de fines del 2001 y, aunque con menor impacto local para la Argentina, la reciente crisis financiera mundial de hipotecas subprime, se produce un aumento de la brecha entre necesidad y disponibilidad de fondos prestables. Se pueden mencionar algunas respuestas del mercado y las empresas ante estas situaciones de crisis:

- después de una gran crisis de liquidez se acortan los plazos de pago de prácticamente todas las cadenas de valor, se reducen las NOF para las pyme, aumenta la liquidez debido a que se elimina uno de los retardadores principales de generación de caja que es el nivel de crédito por ventas;
- en períodos de exceso de liquidez en las empresas se pueden observar ciertas prácticas que ninguna teoría puede explicar. Por ejemplo

---

<sup>228</sup> En función a la clasificación de empresa pyme según sepyme.

financiación de CAPEX<sup>229</sup> con cobranzas anticipadas a clientes, sin la existencia de un plan de contingencia para situaciones de caída del nivel de actividad;

- en estos períodos de excesos de liquidez se reduce sensiblemente la actividad de la administración financiera pyme en relación al sostenimiento de acuerdos y negociación con bancos;
- mientras se mantiene un bajo nivel de liquidez en el sistema financiero, suben las tasas de interés, pero el impacto en las pyme es menor para aquellas en las que se verifica la reducción de NOF por acortamiento de plazos dada su falta de necesidad de fondos operativos;
- pasado el efecto de la crisis, y operando ya las firmas en volúmenes con rentabilidad económica y generación de fondos, los plazos de venta paulatinamente vuelven a subir cuando se ingresa en algún período de amesetamiento de la economía y las pymes empiezan a competir por plazos en lugar de por precios y calidad y vuelven a activarse las líneas de descuento de valores;
- si esto último se da en un contexto en el que se mantienen altas tasas de interés, la pyme ingresa en una espiral descendente de actividad, ya que la rentabilidad operativa es absorbida por la pérdida financiera.

También es importante considerar el impacto de las distintas variables socioeconómicas. Aún cuando muchas pueden ser las variables implicadas en el problema, resulta relevante determinar el nivel de relación entre la estructura financiera de las empresas y un grupo particular de variables socioeconómicas como lo son: el tamaño, la edad, el sector al que pertenecen, la tecnología utilizada en sus procesos productivos y la internacionalización de sus productos, así como la influencia de los tomadores de decisiones dentro de las empresas.

Las hipótesis que se derivan del enfoque del ciclo de vida tampoco pueden confirmarse en su totalidad. En la medida que la empresa va creciendo, su necesidad de contar con un capital propio más elevado en términos porcentuales disminuye. Sin embargo, las características personales de los socios, la diferente percepción de las recurrentes situaciones de crisis de nuestra economía, y el sector industrial o de negocios en el cual desarrollan su actividad, marcan diferencias importantes a la hora de definir las políticas de financiamiento.

Según lo que he podido constatar en mi trabajo de campo observo políticas heterogéneas incluso dentro de grupos que podríamos clasificar por alguna de las variables socioeconómicas mencionadas. Lo observado permite señalar que:

- Las empresas de menor tamaño tienden a mantener un porcentaje de capital propio más elevado;
- El mayor porcentaje de capital propio observado no depende exclusivamente del nivel de activos fijos y actualización tecnológica que

---

<sup>229</sup> Capex significa capital expenditures o traducido inversiones en activos no corrientes del tipo maquinaria e inmuebles. El caso de financiación de activos fijos con fondos operativos fue particularmente llamativo en el segmento de maquinaria agrícola en el período 2003-2006.



requiere cada actividad sino que también se ve influenciado por las características personales de los socios y el planteamiento original de la estructura de financiamiento de la empresa;

- El planteamiento financiero a través del FM inicial y su evolución futura, marca diferencias no sólo en cuanto al mayor o menor riesgo de apalancamiento estructural, sino que también condiciona fuertemente la política financiera de corto plazo, lo cual es observable a través de la evolución de las NOF;
- Las empresas con cierto grado de internacionalización en sus operaciones con carácter regular son bastante abiertas al trato con entidades financieras incluso en períodos de alta liquidez
- Existen reiterados comportamientos de demorar inversiones forzando la capacidad productiva al máximo;
- La industria argentina, de acuerdo a la coyuntura económica nacional, influenciada o no por factores internacionales, pasa por etapas que podríamos denominar optimista, neutra (o amesetada) y pesimista. Por tal motivo es difícil encontrar un patrón a nivel de decisiones financieras que se relacione estrictamente con la estrategia empresarial;
- Una mayor apertura a nuevas inversiones en los períodos de alto crecimiento que se dan con posterioridad a períodos de crisis y recesión.

La influencia del sector industrial tiene alto impacto en las oportunidades de crecimiento y la necesidad de actualización tecnológica, ambos factores con importante influencia en materia de decisiones financieras. Es importante sin embargo marcar la diferencia entre estos dos factores y las distintas respuestas que se observan por sector de mercado. Luego, entremezclando lo sectorial y lo particular, tenemos diversas variantes de respuesta ante la necesidad de inversiones, a saber:

- respuesta reactiva cuando se llega a niveles de saturación de planta y sin preocupación por una actualización tecnológica permanente;
- búsqueda de permanente actualización tecnológica independientemente de la evolución del sector de negocios;
- sectores que requieren de actualización tecnológica recurrente lo que obliga a los empresarios a una política de fuerte retención de utilidades y/o a tener activas todas las líneas de crédito disponibles.

Todo lo que voy exponiendo justifica la alta interdependencia y difícil divisibilidad de la estructura de capital y la estructura de financiamiento. De hecho la pyme debe manejar el arte de la improvisación en materia de capital de trabajo operativo, lo cual repercute directamente en la planificación de las inversiones de largo plazo.

Las dos variables cuantitativas necesarias para las decisiones de financiamiento son el rendimiento operativo de los activos y el costo del endeudamiento, y el criterio cuantitativo fundamental para las decisiones de financiamiento consiste en que la rentabilidad aumenta cuando el rendimiento operativo del activo es superior al costo del endeudamiento. Dentro del mercado formal de crédito y considerando los principales bancos, salvo en

épocas de crisis con tasas de interés fuera de todo parámetro normal<sup>230</sup> e inexistencia de asistencia crediticia, las líneas de corto plazo en préstamos clean y líneas autoliquidables de descuento de valores ofrecen tasas que permiten generar un apalancamiento positivo a los empresarios si uno tiene en cuenta los márgenes brutos por operación y la rotación de los activos de las empresas.

Si se analiza el cuadro resumen por sector industrial del capítulo 4, se observa una gran dispersión en términos de días de stock y ciclo de caja. En la muestra relevada, el ciclo de caja de las empresas pyme no revela con exactitud lo que sucede con la gestión del capital de trabajo operativo. Muchas de las empresas de la muestra definen transformar sus excedentes de liquidez en inventario para reducir su dependencia de proveedores y por ello se observan valores difícilmente sostenibles por pymes con menos recursos.

Su poder de negociación con clientes y proveedores es limitado: no pueden establecer una política de plazos de cobranza y tienen que ajustarse a lo que dicta el mercado, si sus proveedores son grandes empresas presentan un elevado descalce entre el financiamiento que reciben y el que tienen que dar a su cartera de clientes, y en ocasiones también es poco lo que pueden hacer en relación a la gestión de inventarios, aunque en este último rubro es donde pueden tener cierto poder de maniobra. Más allá de lo expuesto, los resultados de las pruebas estadísticas (capítulo 4 y anexos) no confirman la hipótesis de que las empresas más pequeñas presentan un mayor valor en la relación NOF/Ventas.

La relación FM/NOF nos brinda buena información respecto de la salud financiera de las pymes. Cuanto mayor es el valor de este ratio, menor es la dependencia de las líneas de crédito de corto plazo. En el caso de la muestra seleccionada, empresas con un sendero exitoso de crecimiento y buena posición relativa en sus segmentos de negocios, el FM casi cubre la totalidad de NOF y por ende su dependencia del crédito de corto plazo es limitada. Asimismo las pruebas estadísticas (capítulo 4 y anexos) confirman la hipótesis que sostiene que las empresas más pequeñas presentan un mayor valor en la relación FM/NOF.

## **Hipótesis V**

**En las pymes argentinas existe una importante presencia de aversión al crédito bancario y preferencia por la autofinanciación a través de la retención de utilidades.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

---

<sup>230</sup> Por ejemplo en la previa de la salida de la convertibilidad durante la crisis del año 2001, las tasas para descuento de cheques superaban ampliamente el 50% anual, con participación creciente de los mercados informales de crédito.

- *Todos los trabajos de investigación evaluados y mi propio trabajo de campo convalidan la hipótesis planteada;*
- *No sólo se debe a factores desde la oferta del crédito sino que muchas empresas deciden autoexcluirse del sistema financiero;*
- *Las normas del BCRA priorizan la solvencia de las entidades financieras por encima de la accesibilidad a líneas de crédito para pymes;*
- *Las empresas en la Argentina se acostumbraron a vivir sin crédito. Por tal motivo más que preferencia podemos llamar adaptación a la autofinanciación.*
- *La aversión al crédito bancario se atenúa a medida que se desarrolla una relación transaccional exitosa entre las partes aunque también depende de la disponibilidad y voluntad de otorgar garantías.*

En los capítulos 3 y 4 pudimos observar la evolución de la estructura de financiación de activos por parte de las pymes desde el año 2005 hasta el año 2008 inclusive. La mayoría de las inversiones de las pymes industriales son financiadas con recursos propios. Si bien la participación de los bancos en la financiación de inversiones ha venido creciendo en los últimos años, los fondos propios siguen predominando en el segmento pyme.

Las pruebas estadísticas desarrolladas confirman la hipótesis que plantea un menor porcentaje de deuda bancaria sobre activos totales para las empresas más pequeñas.

El financiamiento interno o autofinanciación de los activos depende en primer lugar de la generación básica de caja que proviene del resultado neto de cada ejercicio. Pero esto es condición necesaria pero no suficiente para autofinanciarse. Además tienen que lograr alcanzar un ciclo operativo de caja dentro de límites aceptables a los efectos de poder mantener acotada la NOF.

La utilización de financiación interna permite al empresario evitar la disciplina que le imponen los acreedores (entidades financieras de crédito y otros acreedores) en las relaciones de endeudamiento. Cuando la financiación interna no es suficiente la vía al endeudamiento sólo es posible si la empresa o los accionistas ponen a disposición de los prestamistas adecuadas garantías y tienen la capacidad de poder exponer a nivel de estado de resultados, situación patrimonial y flujos de fondos, cierta consistencia en la información que permita evaluar el riesgo del negocio.

Otra muestra de la aversión al crédito bancario es la utilización del crédito comercial, incluso con costos implícitos superiores a la tasa de interés bancaria, pero con acceso cuasi libre de trámites, mayor flexibilidad y en base a la historia transaccional entre las partes.

La alternativa de ampliar capital a través del mercado de capitales resulta bastante complicada para las pymes en la Argentina. En general se trata de empresas desconocidas en el mercado financiero y de capitales (salvo para los bancos con los que mantienen historia transaccional), sus antecedentes y reputación sólo son conocidos por quienes participan en sus

respectivos sectores de negocios, y tienen estructuras organizativas poco desarrolladas como para encarar una actividad de estas características.

En el capítulo 3 se menciona también la autoexclusión de crédito, y el mismo se debe a diversos motivos, entre los cuales se pueden citar los siguientes:

- incertidumbre sobre la evolución de la economía nacional;
- procesos demasiado largos o exceso de trámites;
- costos financieros elevados o plazos no acordes para financiamiento de activos fijos;
- el carácter de agentes de retención impositiva asignado por el estado a los bancos aleja de la bancarización en primer lugar a aquellas firmas con un alto grado de economía informal y en segundo lugar a aquellas con saldos a favor impositivo recurrente;
- capacidad instalada ociosa;
- perspectivas de demanda sin crecimiento que no justifican nuevas inversiones.

Como se menciona previamente, las empresas que se autoexcluyen del sistema financiero no perciben el racionamiento del crédito. Y el hecho de no generar una relación prolongada con bancos, no les permite gozar de los beneficios que ofrece la transaccionalidad habitual a través de un acceso más fluido al crédito.

Cabe aclarar que la proporción de capital propio es más elevada en los segmentos de empresas más pequeñas, y esto guarda relación con la necesidad de sostener el crecimiento reteniendo utilidades. De todas formas, ni la información que me brindan las distintas investigaciones evaluadas ni mi propio trabajo de campo es exacta.

Los trabajos de campo desarrollados en el capítulo 4, incluyendo el cuestionario de diagnóstico financiero para una muestra de veinte empresas, sumado a lo observado en las visitas a plantas y entrevistas con otros empresarios me permiten concluir que:

- El tiempo de relación y el nivel de transaccionalidad entre prestamista y prestatario constituyen los elementos clave para atenuar la asimetría de información y reducir el racionamiento del crédito. Esto impacta en la mayor o menor apertura de las firmas hacia las operaciones crediticias con bancos;
- Las señales son la herramienta que puede salvar la brecha entre prestamistas y prestatarios, pero no siempre las pymes tienen el adecuado conocimiento del manejo de las mismas o directamente no tienen posibilidad de utilizar ninguna de las opciones de señales citadas;
- No se observa una clara distinción por edad<sup>231</sup> de la empresa respecto a las políticas de mayor o menor apertura a la relación con bancos;

---

<sup>231</sup> Sin embargo cabe aclarar aquí una limitación metodológica, dado que la muestra de empresas seleccionada tiene una antigüedad promedio superior a los 20 años.

- En relación a la influencia de los tomadores de decisiones, en la mayoría de los casos no existe una separación tajante entre el dueño y el administrador “decisor”, siendo muchas el mismo dueño quien maneja la administración financiera de la empresa;
- Algunas empresas privilegian la agilidad de respuesta para la obtención de fondos por encima de las condiciones del préstamo. Por tal motivo cobra importancia para el financiamiento pyme la presencia de mutuales y cooperativas de crédito;
- No se observa una relación directa entre el número de entidades con las que trabaja una empresa y el costo financiero que soporta;<sup>232</sup>
- Cuando el dueño de la empresa no es quien recibe las propuestas o contactos de un banco que quiere iniciar relaciones comerciales, y es el administrador quien si recibe este contacto, con cierta frecuencia procura impedir estas nuevas alternativas financieras por distintas vías:
  - Alargamiento excesivo adrede para completar legajos;
  - Carencia de atención adecuada a las nuevas ofertas en base al precepto “con los bancos que estamos trabajando alcanza”;
  - Falta de comunicación al dueño de nuevas herramientas de financiación que potencialmente podrían complejizar su labor.

Las medidas del gobierno y/o del BCRA que podrían ampliar la participación de los bancos en la financiación de activos de empresas pyme podrían ser algunas de las que habitualmente se leen:

- Disminuir el riesgo de liquidez para incentivar el crédito;<sup>233</sup>
- Regulaciones crediticias del BCRA;<sup>234</sup>
- Viabilizar el crédito hipotecario a tasa fija;
- Reducir el impuesto a las transacciones financieras para cierto tipo de operaciones crediticias;
- Mecanismos para mejorar instrumentos de crédito;
- No castigar los nuevos créditos por problemas del pasado.<sup>235</sup>

Sin embargo, por el momento no se observa una política del BCRA que busque un impulso fuerte del crédito a empresas pyme, ya que en principio esto puede atentar contra la solvencia de las entidades financieras, tema que si es prioritario para la entidad rectora en materia financiera en la Argentina.

De todos modos es importante tener en cuenta que algunas inversiones exigen ciertos riesgos o cantidad de recursos que muchas veces resultan prohibitivos para empresas de las dimensiones de una pyme. De allí que

<sup>232</sup> Esta observación difiere de la evidencia empírica desarrollada por Larran et al (2009), quien señala que “trabajar con un número reducido de entidades financieras, sin caer en la exclusividad, hace que la información privada que se establece en la relación prestamista-prestatario adquiera valor y ese mayor conocimiento del cliente permite a las entidades reducir los costos de supervisión de la operación, lo cual repercute en menores costos financieros”.

<sup>233</sup> Un elemento central para la reactivación del crédito es el vinculado con el riesgo de liquidez que en que los bancos incurren al otorgar créditos a largo plazo con la contrapartida de depósitos (que se encuentran “a la vista” o a plazos promedio inferiores a los 30 días).

<sup>234</sup> Ampliar y flexibilizar los instrumentos que pueden ser considerados garantía preferida y estandarización y reducción de la información solicitada a empresas (al menos para ciertas líneas de crédito) son elementos normativos que podrían favorecer el mejoramiento del entorno crediticio.

<sup>235</sup> En referencia a empresas con antecedentes en la etapa previa al default, salvo recurrentes antecedentes negativos de sus accionistas o directores.

varios trabajos adviertan que la elevada dependencia del financiamiento con recursos propios, por dificultades de acceso al crédito bancario, plantea interrogantes sobre la fortaleza del proceso de crecimiento y su sustentabilidad en el mediano plazo.

Una eventual desaceleración de la actividad y consecuente caída de las ventas, podría afectar la rentabilidad de las empresas, en especial las del sector industrial con cierto nivel de leverage operativo. En consecuencia se limitaría la cantidad de fondos disponibles para reinversiones y para el caso de las empresas más chicas con acceso restringido al crédito bancario, o autoexcluidas del sistema y sin transaccionalidad reciente, se produce una clara limitación al crecimiento.

Vale aclarar sin embargo que muchas pymes sobreviven más que adecuadamente manteniendo su nivel de actividad, el crecimiento en facturación se explica básicamente por factor precio, y sus dueños mantienen una estrategia de diversificación de activos sin reinversión de utilidades.

Las hipótesis III, IV y V son apoyadas a nivel empírico por los resultados expuestos en tablas, resumen de encuestas y pruebas estadísticas que forman parte del capítulo 4.

## Capítulo 5

### Modelos de análisis de riesgo y esquema de calificación de empresas pyme

El objetivo inicial referido a este capítulo del trabajo fue el de analizar la viabilidad de un esquema simple de análisis de riesgo aplicable en Argentina para el segmento pyme, que sirva como un disparador mas para discutir el tema de la creación de un esquema nacional de calificación de empresas, en la búsqueda de un mejor discernimiento entre empresas y proyectos viables de aquellos que no lo son.

Para ello fueron estudiados distintos modelos predictivos de situaciones de insolvencia empresaria, y se selecciona principalmente al modelo de Altman en sus distintas versiones.

Se analiza el esquema de evaluación de riesgo en la Argentina a través de la observación de informes de riesgo crediticio elaborados por SGR que evalúan a sus socios partícipes, bancos que evalúan a las empresas solicitantes de créditos, empresas industriales que evalúan a su cartera de clientes para otorgamiento de crédito comercial, y calificaciones de riesgo sobre los fondos de riesgo de una SGR. Todo esto me permite observar cuales son actualmente los focos de atención que ponen quienes deciden otorgar o rechazar el otorgamiento de créditos o avales respectivamente.

En base a lo anterior se elabora un esquema simple de scoring de empresas, que puede servir para precalificación o bien para calificación en casos de créditos menores.

Tanto los modelos de Altman (a los que se agrega otro modelo predictivo llamado Springate) como el esquema de scoring ICE<sup>236</sup> son puestos a prueba con la base de empresas evaluadas en los trabajos de campo. Por un lado se toma al grupo de empresas que tuvieron sendero exitoso de crecimiento y resultados positivos y por otro lado empresas con antecedentes de concurso preventivo y/o quiebra empresaria. En ambos casos se trabaja con valores promedio de las muestras seleccionadas y se verifican las diferencias de situación de las empresas dado los coeficientes resultantes de la aplicación de los modelos.

También se incluye la evaluación de dos casos puntuales de empresas con alto apalancamiento y se desarrollan los mismos modelos, observando que los coeficientes resultantes pueden sufrir cambios drásticos de un ejercicio a otro.

*El objetivo particular del capítulo es evaluar modelos de análisis de riesgo y esquemas de calificación de empresas pyme, e incluye el análisis de las siguientes hipótesis:*

---

<sup>236</sup> Modelo de creación propia utilizado en la gestión de análisis de riesgo de empresas industriales.

- *Hipótesis VI: Los modelos predictivos de insolvencia y esquemas de análisis de riesgo brindan información estática para la toma de decisiones*
- *Hipótesis VII: Se pueden elaborar esquemas simples de análisis de riesgo que pueden ayudar a detectar, pero no asegurar, situaciones que exponen riesgo de insolvencia futura*
- *Hipótesis VIII: La base de conocimiento sectorial y/o regional es el paso inicial necesario para poder elaborar a futuro un esquema nacional de calificación de empresas pyme.*

## 5.1) Modelos de diagnóstico empresarial

No es reciente en la literatura el intento de obtener modelos predictivos que hagan posible el diagnóstico económico financiero de las empresas. El tratamiento tradicional del tema ha superado la consideración exclusiva de los ratios, pero mantiene limitaciones que lo condicionan como herramienta para predecir el fracaso empresarial.

Los intentos de definir el objeto de estudio del análisis financiero demuestran una notable heterogeneidad terminológica. Para García Ayuso Covarsi et.al. (1996: 407-408) “el análisis financiero se trata de un proceso de juicio crítico. El fin último del proceso de análisis es la formulación de una opinión sobre la situación futura de la empresa analizada o de los derechos sobre ella. En este sentido, la finalidad del análisis es eminentemente predictiva...”

### - El uso de ratios

Las razones financieras o ratios representan la base tradicional del análisis e interpretación de los estados financieros. Su difusión ha llegado a tal punto que cuando se hace cualquier referencia a análisis financiero implica que hable de ratios. Esta técnica propone el uso de estos coeficientes para la evaluación de la situación y evolución, tanto financiera como económica, de la empresa. La metodología utiliza las razones geométricas<sup>237</sup> o por cociente, y uno de sus fundamentos teóricos consiste en elegir relaciones racionales entre magnitudes significativas. El método persigue el acercamiento entre los hechos económicos y el rendimiento de la empresa para entender las relaciones más importantes que llevan al éxito, y así evitar en lo posible la complejidad de otros modelos, y aunque sin olvidar las insuficiencias y debilidades que le son propias, presentan una perspectiva amplia de la situación económica y financiera, que incluye precisar el grado de liquidez, de rentabilidad, el apalancamiento financiero, la cobertura y todo lo que tenga que ver con su actividad.

<sup>237</sup> La razón geométrica es la comparación de dos cantidades por su cociente, en donde se obtiene el resultado de cuántas veces contiene una cantidad a la otra.



Los ratios se pueden utilizar aisladamente, es decir considerándolos de uno en uno para el establecimiento de comparaciones o predicciones se una sola predicción, o bien tomando un conjunto de ellos para construir modelos multivariantes de análisis de la información financiera. Por lo tanto se pueden distinguir dos áreas fundamentales en el análisis financiero mediante el uso de ratios: el análisis univariante y el análisis multivariante.

Dada la gran cantidad de información financiera interna que produce la empresa, el método de ratios logra de forma simple, rápida y significativa generar información primaria reveladora y mucho más sintética para toma de decisiones, y hasta cierto punto, sin necesidad de recurrir a modelos matemáticos o estadísticos que, si no son bien utilizados, pueden llegar a ser instrumentos meramente teóricos que se alejan del carácter cambiante y pragmático que caracteriza a la empresa moderna.

Sin embargo, el esquema de ratios tiene insuficiencias y debilidades por la fácil manipulación de sus componentes. Además, también existen opiniones que concluyen que el método de ratios “no es tan, o ni más simple” con respecto a los modelos matemáticos o estadísticos como se cree. Foster (1986: p. 96) considera que, aunque la forma más común para resumir la información financiera es a través de los ratios, es muy importante controlar el efecto de las diferencias en el tamaño de las empresas para su efectiva aplicación.

Entre los problemas metodológicos que puede presentar el análisis financiero mediante ratios se pueden incluir los siguientes:

- Ausencia de proporcionalidad estricta entre numerador y denominador en determinados casos;
- Incapacidad de los ratios para neutralizar totalmente el efecto distorsionador del tamaño;
- Aparición frecuente de observaciones extremas discordantes;
- Redundancia en el contenido informativo de algunos ratios;
- Los valores que se toman como referencia para el establecimiento de comparaciones entre ratios no siempre son elegidos tras un minucioso análisis de la distribución estadística de las variables en estudio.

Complementando las limitaciones señaladas, cabe agregar que ningún ratio debe ser considerarlo aisladamente, ya que no son significativos por sí solos, pues todos ellos deben ser comparados con un patrón de referencia. Para obtener dicho patrón es necesario seleccionar primero a los ratios y definir cuáles serán sus objetivos. Según Westwick (1987) es importante interpretar cada ratio comparándolo con:

- ratios anteriores de la misma empresa;
- ratios “estándar” establecidos por el contexto competitivo;
- ratios de las mejores y las peores compañías del mismo sector.

A continuación se desarrollan algunos de los ratios de uso frecuente.

**Ratios o razones de liquidez:** la liquidez es la capacidad que posee una empresa para hacer frente a sus deudas de corto plazo, es decir la capacidad de pagar sus obligaciones en el corto plazo. Luego el capital neto de trabajo se obtiene descontando del activo corriente todas las obligaciones que forman parte del pasivo corriente. Atendiendo al grado de liquidez del activo corriente o circulante pueden obtenerse varios índices, a saber:

Ratio de liquidez a corto plazo	$(\text{Caja y bancos} + \text{Cuentas a cobrar}) / \text{Pasivo corriente total}$
Ratio de liquidez inmediata	$\text{Caja y bancos} / \text{Pasivo corriente total}$
Ratio de liquidez media	$(\text{Caja y bancos} + \text{Cuentas a cobrar} + \text{Inventarios}) / \text{Pasivo corriente total}$
Ratio de liquidez total	$\text{Total activo corriente} / \text{Total pasivo corriente}$
Capital neto de trabajo	$\text{Activo corriente Total} - \text{Pasivo corriente Total}$

**Ratios de rotación:** Los Índices o Ratios de Rotación como su propio nombre lo indica permiten analizar el ciclo de rotación del elemento económico seleccionado. Si se utilizan valores anuales, el resultado de estos ratios nos arroja la cantidad de veces que rota el activo que desea evaluarse en el término de un año. Luego para llegar a la tener la información en términos de días se divide el total de días de un año por el índice de rotación respectivo.

Ratio de rotación de inventarios	$\text{Costo de mercadería vendida} / \text{Inventario promedio}$
Ratio de rotación de cuentas a cobrar	$\text{Ventas anuales} / \text{Promedio de cuentas a cobrar}$
Ratio de rotación de cuentas a pagar	$\text{Compras anuales} / \text{Promedio de cuentas a pagar}$
Ratio de rotación del activo total	$\text{Ventas anuales} / \text{Activos totales}$

Luego para calcular el ciclo de caja y los recursos financieros demandados para tales días del ciclo, es necesario trabajar con unidades homogéneas, por ejemplo a través de una referencia común como días de ventas. Pese a la importancia de este procedimiento, es en general ignorado en la gestión de Pymes (Sapetnitzky, 2000).

**Ratios de rentabilidad:** Estas razones permiten analizar y evaluar las ganancias de la empresa con respecto a un nivel dado de ventas, de activos o la inversión de los accionistas.

Margen bruto	$(\text{Ventas} - \text{Costo de Mercadería vendida}) / \text{Ventas}$
Rentabilidad neta	$\text{Utilidad neta del periodo} / \text{Ventas}$
Retorno sobre activos o ROA	$\text{Utilidad neta del periodo} / \text{Activo Total}$
Retorno sobre patrimonio o ROE	$\text{Utilidad neta del periodo} / \text{Patrimonio neto}$

El ROA también puede calcularse colocando en el numerador la utilidad neta del ejercicio más los resultados generados por los pasivos contraídos, y de esta forma permite el cálculo del apalancamiento financiero.

**Ratios o razones solvencia y endeudamiento:** la solvencia viene dada por la capacidad que tiene una empresa de hacer frente a sus deudas con sus recursos a largo plazo. Relacionado con los ratios de solvencia se ubican los ratios de endeudamiento: a partir de conocer en qué medida las distintas fuentes de financiamiento ayudan a financiar los distintos Activos, se hace necesario conocer también como se encuentra estructurada las fuentes de financiamiento de la empresa. Es decir, que relación guardan entre sí los Recursos Ajenos, los Recursos Permanentes y los Recursos Propios de la empresa. Estos índices permiten diagnosticar acerca de la estructura de la deuda de la empresa y se puede calcular de diversas formas, entre ellas las siguientes:

Ratio de solvencia a largo plazo	Recursos permanentes / Activo fijo neto
Ratio de solvencia total	Activo total / Pasivo total
Ratio de endeudamiento total	Pasivo total / Activo total
Razón pasivo capital	Total pasivo no corriente / Patrimonio neto
Efecto leverage	$(\text{Resultado neto} / \text{patrimonio neto}) / ((\text{Resultado neto} + \text{Resultados del pasivo}) / \text{Activo total})$

Cuando analizamos el endeudamiento de una firma pyme, es importante no olvidar el problema de un nivel de capitalización insuficiente. Cuando se analiza la solvencia y/o se mide el endeudamiento de una firma resulta sustancial la evaluación del nivel del capital propio (o al menos el nivel de recursos permanentes<sup>238</sup>) necesario para el desarrollo del ciclo de vida empresarial.

El análisis financiero a largo plazo debe incluir una evaluación de los motivos para endeudarse. Entre ellos pueden mencionarse:

- Sin acceso a mayor financiación por parte de sus socios;
- Sin acceso al mercado de capitales;
- Ingreso de nuevos socios, motivo de pérdida de control;
- Efecto leverage;
- Efecto impositivo.

El apalancamiento o efecto leverage debe ser incluido en cualquier análisis ya que nos indica si el costo de los pasivos que se utilizan para financiar parte de los activos, resulta beneficioso o perjudicial para la empresa, mejorando o desmejorando la rentabilidad del capital propio.

<sup>238</sup> Por recursos permanentes se considera al patrimonio neto más los pasivos a largo plazo. En las pymes también debe considerarse el rubro Otras Deudas por préstamos de socios aunque el rubro sea expuesto dentro del pasivo corriente de sus EE.CC.

Más allá de que habrá siempre opiniones divididas respecto a la efectividad de los ratios, lo que no puede discutirse es que:

- son un instrumento de uso frecuente y generalizado por las diversas instituciones que deben evaluar el riesgo de las empresas;
- tienen una limitada capacidad para poder predecir el éxito o fracaso de una empresa.

Cuando un prestamista recibe una carpeta de crédito, lo que debería proponerse en primer lugar es poder identificar cuáles son las variables significativas de una empresa, y luego, en base a las mismas, poder evaluar correctamente la situación financiera y la solvencia empresarial.

A partir del uso del análisis multivariante, diversos investigadores han intentado desarrollar un sistema de alerta temprana que permita detectar, con la anticipación adecuada, una situación de riesgo empresarial.

### **- Modelos de Altman**

Edward Altman (1968) elabora lo que se denomina Análisis Múltiple Discriminante, aportando a la teoría la consideración de más de una variable independiente (ratios o variables financieras), para la obtención de un valor que luego haga posible predecir la posible quiebra de una empresa. El Altman Z-Score es un sencillo método de análisis de la fortaleza financiera de una empresa. Lo que nos dice este método son las probabilidades de quiebra establecida por una combinación de ratios financieros. El modelo fue creado en 1960 por Edward Altman, profesor de la Universidad de Nueva York.

Para Altman los cinco factores mostraron ser las mejores combinaciones para el discriminante entre empresas en quiebra y empresas sin quiebra. Sin embargo, este autor no indicó con base a que dividió en cinco categorías su modelo, y si en realidad dichas categorías eran las más representativas en su conjunto e independientes entre sí para predecir una quiebra.

Con respecto a las bases de datos, y que constituyen una de las principales críticas a su primer trabajo, Altman seleccionó los estados financieros del "Moody's Industrial Manual" del último cierre de ejercicio antes de la solicitud de quiebra. El promedio entre la fecha de cierre y la solicitud de quiebra fue de 7.5 meses. Para algunos analistas, la no contemplación del problema del retraso en la disponibilidad de datos dio como resultado que el plazo medio de tiempo representativo de un año previo al fracaso fuera inferior con respecto al de otros trabajos en donde se consideró como último año, aquel cuyos estados financieros resultaron disponibles con anterioridad.

En la Argentina resulta en general muy difícil acceder a información estadística actualizada y útil para el desarrollo de investigaciones, y más difícil aun es recabar información de empresas con antecedentes de quiebras y concursos. Luego, para que un modelo predictivo resulte de utilidad, debe señalar una alerta "temprana", es decir con el tiempo suficiente como para que

un evaluador de riesgo pueda tomar una decisión acertada en relación al futuro de la firma evaluada.

En cuanto al proceso de investigación de Altman, ésta involucró cuatro etapas:

- Observación de la significancia estadística de varias combinaciones de ratios incluyendo la contribución estadística relativa de los ratios individuales;
- El análisis de intercorrelaciones entre ratios;
- El análisis de la exactitud de predicción de varias combinaciones de ratios;
- El juicio del análisis sobre los resultados obtenidos.

Este proceso dio como resultado la inclusión de los cinco ratios en la función discriminante con los que Altman construyó la puntuación "Z-Score", que es considerada por gran número de académicos como uno de los mejores modelos teóricos de predicción de quiebras. El modelo tiene 5 variables:

X1: (capital neto de trabajo / activos totales)

X2: (utilidades retenidas acumuladas / activos totales)

X3: (EBITDA<sup>239</sup> o utilidad antes de interés e impuestos / activos totales)

X4: (valor de mercado o contable del patrimonio neto / pasivos totales)

X5: (ventas netas / activos totales)

La función discriminante final fue:  $Z = 1.2 X 1 + 1.4 X 2 + 3.3 X 3 + 0.6 X 4 + 0.99 X 5$

El resultado indica que, Si  $Z \geq 2.99$ , la empresa no tendrá problemas de insolvencia en el futuro; si  $Z \leq 1.81$ , entonces es una empresa que de seguir así, en el futuro tendrá altas posibilidades de caer en insolvencia. El modelo considera que las empresas se encuentran en una "zona gris" o no bien definida si el resultado de Z se encuentra entre 1.82 y 2.98.

Debido a que este modelo aplicaba sólo a empresas manufactureras que cotizaban en bolsa, Altman hizo una revisión del mismo y obtuvo dos nuevas versiones, el Z1 y el Z2.

El modelo Z1 es una variación del modelo Z original, en el que se sustituye, por un lado, el numerador en X 4 por el valor del capital contable en lugar del valor de mercado del capital y en el que la ponderación de cada índice también se modifica. Las adaptaciones se hicieron con el fin de aplicarlo a todo tipo de empresas y no solamente a las que cotizaran en bolsa. Esta versión se desarrolló con empresas manufactureras y pondera de manera importante el activo total de la empresa y su rotación.

La función queda de la siguiente manera:

$Z1 = 0.717 X 1 + 0.847 X 2 + 3.107 X 3 + 0.420 X 4 + 0.998 X 5$

<sup>239</sup> Algunos al referenciar la fórmula de Altman utilizan ebitda y si no se cuenta con el dato de la amortización utilizan en la fórmula la utilidad neta antes de intereses e impuestos

Si  $Z1 \geq 2.90$ , la empresa no tendrá problemas de insolvencia en el futuro; si  $Z1 \leq 1.23$ , entonces es una empresa que de seguir así, en el futuro tendrá altas posibilidades de caer en insolvencia. Si el resultado de  $Z1$  es de entre 1.24 y 2.89, se considera que la empresa se encuentra en una "zona gris" o no bien definida.

La versión  $Z2$  es un ajuste del modelo anterior  $Z1$  en la que se elimina la razón de rotación de activos  $X_5$ , para aplicarlo a todo tipo de empresas y no sólo a manufactureras. Este nuevo modelo pondera de manera importante la generación de utilidades en relación al activo, así como su reinversión.

La función final es:

$$Z2 = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Si  $Z2 \geq 2.60$ , la empresa no tendrá problemas de insolvencia en el futuro; si  $Z2 \leq 1.10$ , entonces es una empresa que de seguir así, en el futuro tendrá altas posibilidades de caer en insolvencia. Las empresas se ubicarán en una zona no bien definida si el resultado de  $Z2$  se encuentra entre 1.11 y 2.59.

Dentro del planteamiento metodológico multivariable a través de la utilización de ratios dentro de funciones lineales, como variables independientes se parte de la hipótesis de que: "sí los ratios experimentan deterioro continuo a través de los años, entonces la empresa se dirige a la quiebra".

Entre los problemas que se mencionan respecto al modelo de Altman se pueden citar los siguientes:

- Ninguno de los ratios elegidos toma en cuenta el plazo de vencimiento de los pasivos;
- No se puede asegurar la independencia<sup>240</sup> entre los ratios incluidos en los coeficientes  $Z$ ;
- No se considera el costo del endeudamiento.

Las opiniones se dividen y mientras algunos autores sostienen que en las empresas sanas existen tendencias favorables y estables de los ratios, y que en las empresas fracasadas estos evolucionan desfavorablemente, otros dicen que la tendencia en ocasiones carece de valor predictivo para cualquier analista si se observan factores negativos tales como:

- alto grado de manipulación en los estados financieros, y en específico a aquellas partidas que forman parte de los ratios con más capacidad predictiva;
- cambios abruptos e importantes en los criterios de amortización y valuación de activos;
- fallas de auditoría externa con flexibilización de controles y omisión de acciones correctivas por parte de la dirección;

---

<sup>240</sup> Para algunos expertos la utilización de múltiples ratios con alta correlación produce redundancia e inestabilidad dentro de los coeficientes de los modelos predictivos.

- interpretaciones erróneas de ciertos ratios por aparición de signos negativos en algún numerador o denominador;
- falta de actualización e incorporación de nuevos criterios de contabilidad.

El sistema contable es un medio cuyo fin es representar la realidad económica financiera de las empresas, pero con una característica trascendental: “la calidad de la información debe estar imbuida de una cualidad de confiabilidad aún sacrificando otra cualidad informativa esencial como lo es la pertinencia”. Priorizar dicho valor informativo es lo que quita grados de libertad a la profesión contable en aras de la objetividad.

No se puede evitar esta disyuntiva entre lo que resulta confiable y lo que resulta adecuado, oportuno o conveniente, en relación a distintos tipos de factores que afectan el valor de las empresas. Por lo expresado no podemos negar que exista una dicotomía entre el valor contable del Patrimonio y el valor de mercado, ya que este último se conforma por innumerables fuentes informativas, muchas veces no objetivas, desde simples rumores hasta expectativas subjetivas algunas veces muy valederas sobre el valor de flujo de fondos en el futuro. Además generalmente nos referimos al valor contable del Patrimonio como si estuviese todos los días actualizándose y a disposición del público en general, cuando la realidad es completamente diferente a este supuesto.

#### **- El método del Flujo de fondos descontados (DCF)**

Para Brealey y Myers (1999) y Damodaran (1994), autores con prestigio en el mundo de las finanzas corporativas y sus instrumentos de medición, son los flujos de efectivo descontados, a través del valor actual neto y la tasa interna de rentabilidad, los que mejor miden el éxito financiero de una empresa.

Si bien estos métodos son en general utilizados para los procesos de valuación de empresas y de evaluación de proyectos de inversión, son varios los usos que se les puede dar, a saber:

- Ventas o adquisiciones;
- Reorganizaciones empresarias (fusiones, escisiones);
- Reestructuración de capital;
- Realización de marcas u otros intangibles;
- Análisis de oportunidades de negocios;
- Recompra de acciones;
- Desinversiones;
- Liquidación;
- Evaluación de capacidad de pago (procesos de otorgamiento de crédito);
- Otros motivos (concurso de acreedores).

En lo que atañe a este trabajo, nos ocupa su posibilidad de uso como método predictivo de situaciones de crisis empresarial. La siguiente figura nos permite evaluar la importancia de tener en cuenta la capacidad de generación

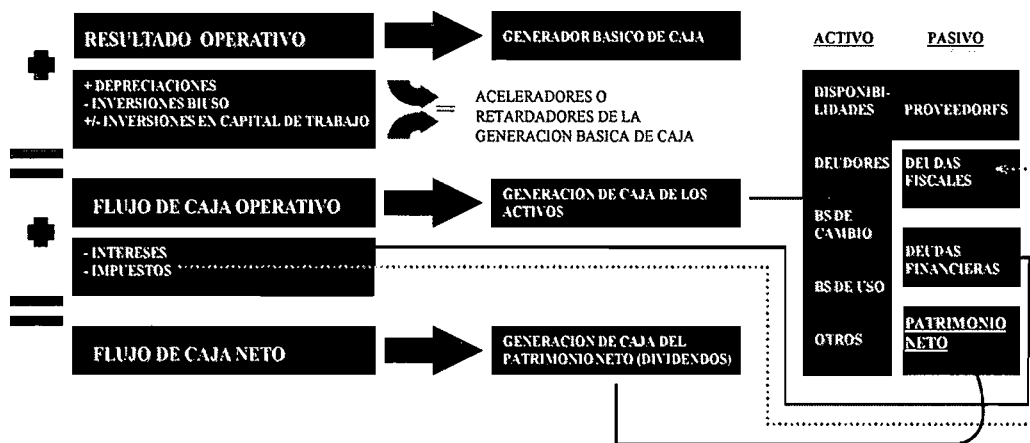
de fondos de una empresa como método predictivo de situaciones de dificultad financiera, que luego pueden derivar en problemas económicos.

## VALUACION DE EMPRESAS

### METODOS DINAMICOS

VALUACION SEGÚN METODO DE FLUJOS FUTUROS DE CAJA DESCONTADOS O DCF (DISCOUNTED CASH FLOW).

#### • EL RESULTADO Y LA GENERACION DE CAJA



187

Fuente: elaboración propia extractada de presentación del método DCF

La generación básica de caja proviene del resultado operativo, lo cual puede proyectarse (estados de resultados proyectados) en función a la situación inercial (historia reciente de la empresa) y/o agregando planes de negocios que implican modificar positivamente las proyecciones.

Las etapas de una valuación por DCF son:

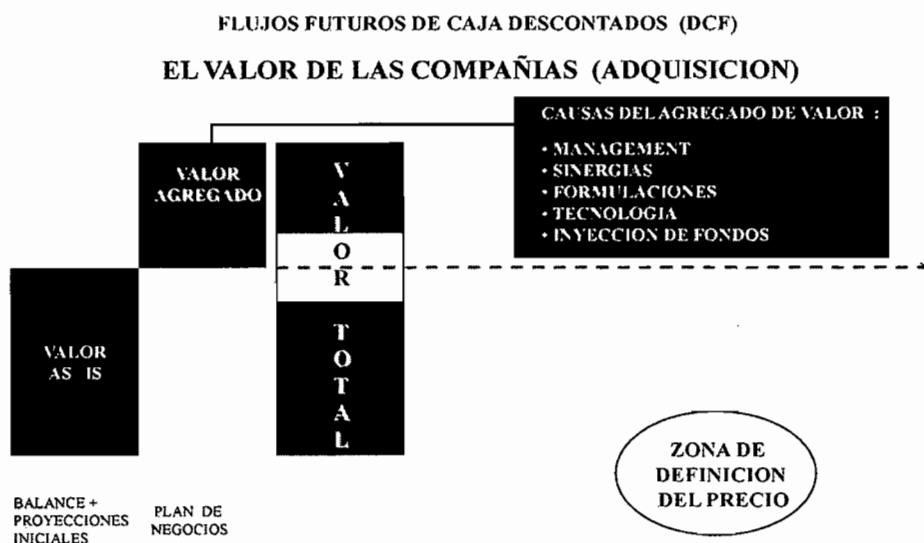
- Preparación del flujo de fondos operativo;
- Estimación de las tasas de descuento;
- Calculo del valor de perpetuidad;
- Interpretación y eventual ajuste de los datos obtenidos.

Y dentro de la etapa de preparación de flujo de fondos operativo debemos considerar los siguientes aspectos:

- Identificar las partidas relevantes;
- Desarrollar una proyección según la historia (as is);
- Desarrollar otra proyección utilizando un plan de negocios;
- Configurar diferentes escenarios en función a las variables clave;
- Determinar el horizonte de proyección;
- Evaluar el flujo de fondos operativo resultante.



## VALUACION DE EMPRESAS



192

Fuente: elaboración propia extractada de presentación de método DCF

Además de considerar los aspectos particulares de la empresa evaluada, para poder proyectar adecuadamente, deben considerarse todos los factores contextuales que incluyen el sector industrial al que pertenece la firma. Esto nos permitirá contar con información comparativa para poder proyectar el resultado operativo y las expectativas respecto a los aceleradores o retardadores de esta generación básica de caja. Básicamente nos referimos a los niveles de amortización de activos, requerimiento de inversión y posibilidades de desinversión en activos fijos, y la evolución de la necesidad operativa de fondos (NOF), con alto impacto en el ciclo operativo de corto plazo pero también con influencia en la estructura de financiación de largo plazo de una empresa (relación NOF / Fondo de Maniobra (FM)).

Toda la información que se obtiene para definir el precio de una empresa (o su valor) implica necesariamente conocer la posible existencia de déficits de fondos, que es precisamente lo que se busca anticipar al momento del otorgamiento de un crédito.

Si bien el método DCF tiene las ventajas que implica considerar lo dinámico y cambiante de la situación de una empresa y el contexto en que se desenvuelve, resulta difícil la obtención de la información necesaria para aplicar correctamente el procedimiento. Es por ello que no puede dejar de considerarse el método estático representado por el análisis de los estados contables, aun con todas las limitaciones ya mencionadas respecto de los ratios.

## - Otros métodos – Consideración de variables cualitativas

Diversos autores reconocen que las variables financieras no son las únicas a considerar, para determinar el éxito o fracaso empresarial, y por lo tanto se incorporan algunas variables cualitativas. Sin embargo las variables cualitativas utilizadas no ayudaron demasiado en el pronóstico. Lo que sucede es que en la realidad, la multiplicidad de los errores empresariales posibles tiende hacia el infinito.

Algunos trabajos combinaron elementos cualitativos y cuantitativos obteniendo una importante conclusión: las variables financieras no transmiten toda la información relevante a la hora de predecir la solvencia empresarial. Además se podría agregar que tampoco dicen porque una empresa está en crisis. De cualquier manera elaborar con estas herramientas un modelo predictivo sobre el futuro comportamiento de las firmas, cuenta con serias limitaciones metodológicas. A pesar de haber incorporado variables no financieras, el nivel de formalización es prácticamente inexistente, dependiendo fuertemente del juicio del analista y de la importancia relativa que este determine para los factores internos y externos (Vigier, 2001).

Como es de suponer la cuestión de fondo siempre es la misma: existe tal diversidad de situaciones posibles que es casi imposible normalizarlas. Además, cuantas veces nos preguntamos si pueden ser correctamente relevadas por el sistema de información contable.

Mintzberg (1993) propone que es incorrecta e insuficiente la idea de que solo el concepto de racionalidad nutre al planeamiento. Muchas veces las estrategias son a menudo la respuesta emergente a circunstancias no previstas. Se abandona el plan original y se adoptan nuevos cursos de acción, que pueden ser más exitosos que los planes originales, o generar rotundos fracasos. Y es tan amplia la gama de posibilidades de fracaso empresarial, incluso para aquellas que han sido exitosas hasta ese momento, que hace casi imposible la normalización de las causas no financieras para predecir situaciones que ponen a las empresas al borde de la quiebra.

Una lista no taxativa de factores que tiene que analizar un evaluador del riesgo de una empresa, los cuales pueden clasificarse en generales y estratégicos, todos con mayor o menor relevancia a la hora de entender la estructura de financiamiento de una empresa, podría ser la siguiente:

### Factores generales

- Tamaño
- Reputación
- Capacidad generar beneficios
- Oportunidades de crecimiento
- Riesgo actividad empresarial
- Clima de regulación
- Sector de actividad
- Separación propiedad y control
- Participación dirección en el capital

- Grado de concentración/dispersión de la propiedad
- Reparto de excedentes
- Recursos de libre disposición
- Deducciones fiscales

#### Factores estratégicos

- Estrategia de diversificación
- Estrategia de innovación
- Estrategia de internacionalización
- Estrategia de liderazgo
- Estrategia de diferenciación

Siempre está presente la restricción de no contar con un sistema de información adecuado, que posibilite conocer con precisión donde se encuentran las debilidades y/o las fortalezas analizando cada uno de estos factores, y luego como cada uno de ellos impacta en la generación de fondos de la firma. El sic no fue concebido para entregar datos sobre la existencia de ventajas competitivas, menos aun detectar si las mismas, suponiendo que existan, permiten a la organización superar o no, los requerimientos financieros que demanda su actividad.

La interpretación tanto doctrinaria como jurisprudencial nos indica que la cesación de pagos es un “estado” por el cual un patrimonio se presenta impotente para afrontar por medios normales con su Activo disponible el Pasivo exigible. Técnicamente expresado, dicha “impotencia” o insolvencia detenta un carácter evidentemente financiero. Muchas veces se confunde esta ecuación relacionando Activos totales con Pasivos totales. Es decir, se agregan los Activos No Corrientes (Activos Fijos, Activos realizables a largo plazo) y los Pasivos No Corrientes (Deudas a largo plazo), exteriorizándose así el Patrimonio Neto empresario. Estas relaciones presentadas de esta manera, corresponden a situaciones estructurales que también deben ser analizadas y que son las que pueden llevar a mediano o largo plazo a las situaciones de insolvencia financiera.

Sin embargo, no siempre encontramos una correlación entre la evolución patrimonial y la evolución financiera. Tanto es así, que es común que empresas con importantes patrimonios incurran en la imposibilidad de hacer frente a sus deudas exigibles, lo que torna evidente que el estado de cesación de pagos se vincula con la estructura financiera de la empresa, con su situación de liquidez, y no directamente con su situación patrimonial. Seguramente que este estado de insolvencia o “impotencia” financiera no se genera espontáneamente, sino que es consecuencia de una gestación a través del tiempo, acumulando hechos que van formando un proceso de deterioro, hasta que en determinado momento eclosiona, casi siempre después de que el deudor haya intentado, con los medios a su alcance, dilatar esa situación.

Lo que un analista de riesgo busca precisamente, es detectar las situaciones que van gestando este proceso de deterioro, y lo que los modelos predictivos buscan anticipar y detectar son aquellos elementos e indicadores

que nos indican que algo malo está por ocurrir con el tiempo adecuado para poder tomar medidas de aseguramiento del patrimonio del prestamista.

Es una realidad que en la administración, son tantas las variables, que decisiones iguales en escenarios aparentemente iguales, pueden arrojar respuestas diferentes. Puede haber elementos favorables para la calificación de una empresa no reflejados por el sic, por ejemplo los denominados intangibles, que involucran el conocimiento y habilidades tacitas, pero son recursos sin soporte físico y por ende son difíciles de medir y cuantificar. Y también puede haber elementos desfavorables no observables incluso luego de diversas auditorias.

Más allá de lo expuesto en relación a la dificultad de predecir el fracaso empresarial, existen una serie de situaciones que impactan negativamente en la percepción del riesgo de empresas pyme. Un listado no taxativo podría incluir las siguientes:

- existencia de contratos con protección imperfecta, que tiene que ver con las contingencias desfavorables debido a ciertas cláusulas o bien a zonas de indefinición contractual que pueden tener impacto en la empresa que está siendo evaluada;
- escasa diversificación de los clientes, es decir una alta concentración de las ventas en uno o pocos clientes convierte a las empresas en altamente dependientes de estos;
- alta concentración de proveedores;
- cualquier tipo de antecedentes que impacten negativamente en la reputación;
- Informalidad, que se presenta cuando las empresas facturan menos ventas que las reales, las mismas empresas se descalifican como sujetos de crédito por un lado porque no pueden exponer con transparencia lo que sucede en la firma, y por otro lado por el riesgo contingente de sufrir embargos, inhibiciones, y/o multas de diversa magnitud;
- Constitución jurídica a través de firmas unipersonales o sociedades de hecho, ya que en general reflejan la situación de las empresas que entremezclan y confunden flujos de la empresa y flujos particulares de los socios;
- Condiciones macroeconómicas desfavorables con impacto directo;
- Sin antigüedad en el rubro de actividad empresarial;
- Ratios de liquidez, solvencia, endeudamiento y/o rotación con valores fuera de los parámetros de aceptabilidad y/o con tendencia preocupantemente desfavorable.

En esta primera etapa de análisis de modelos predictivos se realizó un trabajo comparativo de ratios<sup>241</sup> con el objeto de mejorar el entendimiento respecto a los factores que afectan principalmente la viabilidad empresarial:

---

<sup>241</sup> Ratios comparativos entre las 55 empresas pymes de la muestra general de 115 empresas metalmeccánicas y un grupo de empresas pyme con antecedentes de concursos preventivos y quiebra (23 empresas pero con datos correspondientes a distintos años).

<b>Ratios</b>	<b>Empresas en crisis</b>	<b>Empresas situación normal</b>
Liquidez corriente	0,93	2,46
Liquidez inmediata	0,10	0,42
Solvencia	1,65	2,86
Capital propio	39,7%	65%
Capital de terceros	60,3%	35%
NOF / vtas	31,6%	30,2%
FM / NOF	-14 % (FM negativo)	93%
Roe	-8,6%	24,2%
Roa	-3,4%	15,7%
Ciclo de caja	103 días	114 días
Días de créditos por ventas	56	46
Días de Inventarios	150	102

Fuente propia. Ratios promedio por grupo de empresas.

## **5.2) Comparación de esquemas de evaluación de riesgo crediticio**

Encontramos diversas modalidades y/o esquemas para analizar la capacidad de pago de una empresa al momento de evaluar el otorgamiento de una nueva línea de crédito o bien de la renovación de calificaciones de riesgo que deben actualizarse.

Habiendo podido acceder a informes realizados durante el último año de distintas entidades u organizaciones que atienden y evalúan el riesgo pyme, el objetivo es poder describir brevemente los mismos y realizar una comparación entre ellos. A continuación se podrá observar un resumen de sistemas de evaluación por parte de SGR, empresas industriales y bancos. También se incluye el esquema de análisis que se hace un fondo de riesgo de una SGR, ya que es precisamente la garantía de una SGR la que permite mitigar el problema de accesibilidad al crédito de las pymes, y es objeto de estudio en esta tesis doctoral.

### **Informes de crédito SGR**

#### **- Estructura y contenido del informe**

1 – Carátula resumen de la Gerencia de Riesgo que incluye nombre de la empresa, cantidad de empleados, año de inicio actividades, sector industrial, líneas de crédito solicitadas, datos de manifestación de bienes socios de la empresa prestataria, indicación de los balances analizados, antecedentes de centrales de riesgo, auditor interviniente, posible entidad monetizadora, forma jurídica de la sociedad, promedio de ventas anual y observaciones.

2 – Informe de situación de la empresa y el mercado, que incluye actividad que desarrolla, historia, ciclo comercial, estacionalidad y fundamentos de la operación de crédito, indicación de principales clientes y proveedores.

3 – Análisis de situación patrimonial y su evolución, a través de la carga de datos en planilla y breve comentario

4 – Situación económica y comentarios en base a la carga de los estados de resultados de los últimos tres estados contables anuales

5 – Planilla de scoring que incluye el cálculo de los siguientes ratios:

Indicadores Financieros

- Capital de trabajo
- Liquidez
- Liquidez Acida

Eficiencia Operativa

- Rotación de los créditos por ventas
- Rotación de los bienes de cambio
- Ratio relación bienes de cambio / promedio mensual de ventas
- Rotación de proveedores
- Ratio relación proveedores / bienes de cambio
- ROE
- Leverage
  
- Deuda Bancaria-Financiera / Ventas Promedio
- Promedio mensual de ventas
- Deuda corto plazo
- Deuda largo plazo
- Deuda Bancaria-Financiera / Generación interna de Fondos anualizada
- Generación interna de fondos anualizada
  - Corto plazo en años
  - Largo plazo en años

Finaliza con un breve comentario acerca los indicadores analizados.

6 – Deuda Bancaria según central de deudores BCRA

7 – Planilla evolución de compras y ventas mensuales

8 – Análisis de manifestación de bienes con cálculo de patrimonio neto computable para ser considerado como garantía, central de deudores BCRA de los socios y verificación de titularidad de inmuebles

9 – Informe ambiental (requiere o no)

10 – Conclusión que incluye FODA resumen, opinión del analista y obligaciones de hacer para el prestatario

11 – Dictamen de la comisión de riesgo, con un nuevo resumen de la operación de crédito, datos de la firma, resumen de contactos por referencias comerciales a proveedores y finaliza con dictamen favorable o desfavorable

12 – Finalmente se emite un memorándum por parte de la comisión de garantías, con intervención de la gerencia de riesgos. Se expone un resumen de la actividad de la empresa, las garantías solicitadas por la empresa, se agrega la opinión del analista a cargo (respecto a la viabilidad o no de la operación), la gerencia de riesgos comparte o no la opinión del analista y propone la operación de otorgamiento de avales con indicación de monto, tipo de crédito y plazo (en el caso de cheques indica también plazo máximo de vencimiento de cada cheque a negociar) y las contragarantías que debe presentar el socio partícipe. Se agregan las obligaciones de hacer por parte del socio partícipe, las condiciones para proceder a monetización del crédito bancario y/o el esquema de descuento de valores que deberán ser aprobados por el departamento de operaciones bursátiles, y el compromiso de suscripción de acciones en la SGR.

## **Calificación de riesgo de una SGR**

Así como una SGR debe evaluar a sus socios partícipes y la viabilidad de otorgamiento de avales, una SGR debe someterse al análisis de riesgo<sup>242</sup> ante las entidades que son tomadoras de su fondo de riesgo como colateral para operaciones de crédito.

## **Estructura de una calificación de riesgo**

### **Fitch Ratings**

- Antecedentes de los socios protectores y resumen de la actividad de la SGR
- Estrategia de negocios y estructura organizacional
- Soporte comercial
- Administración de activos
- Inversiones (del fondo de riesgo)
- Evaluación económico-financiera
- Dictamen

### **Moody's Latin America**

- Perfil de la compañía, que incluye historia y estructura corporativa y market share
- Análisis y Fundamentos de la calificación, que incluye análisis FODA

---

<sup>242</sup> Calificaciones de riesgo emitidos por calificadoras autorizadas. Para el análisis he seleccionado calificaciones emitidas por Fitch Ratings (2010) y Moody's (2006). En los casos evaluados el dictamen arroja categoría A (arg), la cual implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma de los compromisos financieros en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

- Análisis de la situación y perspectivas de la actividad
- Características de la administración, Capacidad de la Gerencia y de la Propiedad
- Estrategia de negocios
- Características de la cartera
- Análisis de rentabilidad, composición de activos, indicadores de morosidad, indicadores de eficiencia, indicadores de leverage
- Política de inversiones
- Dictamen

Se han analizado la evaluación realizada a una SGR abierta y a una SGR de cadena de valor. En ambos casos, si bien se analizan los indicadores económico-financieros, se presta principal atención a la composición de la cartera de inversiones del Fondo de riesgo, lo cual constituye el colateral principal de respaldo sobre los créditos que se otorgan a las pymes socio partícipes de cada SGR. También resaltan la importancia y la situación de los sectores en los que operan las pymes (especial énfasis en las SGR de cadena de valor o “cerradas” dado que no hay diversificación de actividades económicas), al esquema de otorgamiento de avales por parte de la SGR y a su conocimiento de la cartera de socios.

Evidentemente se trata de informes con más valor agregado que los informes de riesgo individuales caso por caso que puede realizar una SGR, ya que estamos comparando informes emitidos por gerencias de riesgo por un lado y por calificadoras de riesgo habilitadas por otro.

## **Procedimientos de calificación de créditos en bancos**

Dado que uno de los objetivos principales de este trabajo es buscar alternativas para reducir la AI entre bancos y empresas pyme, considero importante describir resumidamente algunas características del proceso de originación o aprobación de crédito para empresas. Para ello seleccioné el esquema utilizado por dos bancos privados de la Argentina que tienen presencia en todo el país.

### **- Banco I**

Luego del proceso de originación a través de los distintos canales de comercialización, y antes de pasar a calificación crediticia suelen simularse las líneas diversas a otorgar según las distintas modalidades de evaluación.

Para la evaluación crediticia suelen utilizarse sistemas de aprobación estandarizados, utilizando modelos genéricos de score<sup>243</sup>. Se validan y realizan controles según diversos modelos con o sin generación de esquemas de decisión automático, emitiendo recomendaciones de aprobar, rechazar o revisar, sujeto a la combinación de distintos parámetros y de puntaje de score.

---

<sup>243</sup> Ejemplo: producto Veraz Experto de la empresa Equifax, bastante utilizado y reconocido en el Mercado.



Entre las directrices y lineamientos generales de análisis, la evaluación crediticia tiene en cuenta los siguientes puntos:

- definición y cumplimiento del mercado objetivo (nivel de facturación y descripción del cliente en cuanto a la antigüedad en la actividad y el rubro en que se desempeñe);
- antecedentes crediticios negativos en el sistema financiero individuo (socios y cónyuges) y de la empresa (incluyendo a todos los accionistas);
- la consideración del nivel socioeconómico (NSE) de los socios, sus antecedentes positivos en el sistema financiero y el score en el credit bureau (bases de datos de las empresas de informes de crédito);
- principales ratios del balance de las sociedades (para los casos que la línea de crédito así lo requiera);
- la utilización de un modelo de score genérico desarrollada con información de comportamiento en el mercado.

La elección de las distintas alternativas de análisis crediticio generará condiciones específicas de exclusión, de documentación requerida y/o de oferta crediticia. Los distintos parámetros de exclusión, es decir de rechazo de la solicitud de crédito, se pueden observar en la siguiente tabla:

<b>Criterios de Exclusión</b>		
<b>Parámetro</b>	<b>Criterio para excluir</b>	<b>Comentarios</b>
Antigüedad mínima en la actividad	Menor a 2 años	Depende de NSE y evaluación por facturación
Evaluación crediticia por nivel de facturación / estados contables	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ antecedentes negativos en bureau de créditos</li> <li>✓ Patrimonio neto negativo</li> <li>✓ Dos ejercicios consecutivos con pérdidas</li> <li>✓ Caídas en ventas mayor al 15%</li> <li>✓ Perfil de actividad restringida o prohibida</li> <li>✓ Indicadores clave que no cumplen valores aceptables<sup>244</sup></li> </ul>	
Evaluación crediticia por nivel socioeconómico de los socios (NSE)	Control bureau de créditos	Parámetros de aceptación o rechazo desde C1 a AA
Evaluación crediticia por nivel de facturación / eecc o NSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Deuda vencida al momento de aplicar superior a determinada cifra</li> <li>✓ Refinanciación vigente</li> <li>✓ Inclusión en lista negra del cliente de banca de negocio o de sus socios</li> <li>✓ Comportamiento con el banco</li> </ul>	Niveles de compromiso mensual <sup>245</sup>

Pese a que en ciertos casos la normativa BCRA no lo exige, cuando la exposición total de una empresa en un banco supera los \$ 200 mil, se solicita

<sup>244</sup> Por ejemplo Endeudamiento bancario (deuda bancaria / facturación) mayor a 1,5; índice de liquidez corriente menor a 1; endeudamiento mayor a 1.

<sup>245</sup> Existen cálculos llamados "nivel de compromiso mensual" y se refiere a la relación entre la renta inferida del cliente a través del NSE de sus socios o el flujo de facturación mensual, y la sumatoria de sus exigencias crediticias mensuales en un banco.

un análisis de flujo de fondos para determinar la capacidad de repago del solicitante.

Existen grillas de exposición máxima de crédito. La asignación de los límites de crédito se otorga en función del NSE de uno o más socios y/o por su nivel de facturación. En caso de otorgamiento de línea por NSE de los socios, la exposición máxima corresponde a un monto absoluto por producto. Cuando el solicitante requiere límites en diversos productos, la sumatoria de estos no podrá exceder la máxima exposición para productos sin garantía y tampoco el máximo total por segmento. En caso de otorgamiento de línea por el nivel de facturación de la empresa, la exposición máxima corresponde a un coeficiente multiplicador por la facturación mensual y un monto absoluto por producto, y cuando el solicitante requiere límites en otros productos, la sumatoria de los mismos no podrá exceder la máxima exposición para productos sin garantía y tampoco el máximo total por segmento.

También existen las grillas de atribuciones crediticias para otorgamiento y mantenimiento de líneas crediticias. En el siguiente cuadro se observa un ejemplo de esta grilla, la cual demuestra el alto nivel de centralización de decisiones en relación a créditos para empresas:

<b>Instancia</b>	<b>Monto máximo de atribución</b>
Integrante de mesa de créditos semi sr	Hasta \$ 20 mil
Integrante de mesa de créditos sr	Hasta \$ 30 mil
Gerente de Créditos y Riesgos banca minorista	Hasta \$ 50 mil
Director de Riesgos	Hasta \$ 100 mil
Director de Riesgos y Director de banca personal (*)	Hasta \$ 400 mil
Director ejecutivo en forma conjunta (**)	Más de \$ 400 mil (***)

(\*) En forma conjunta

(\*\*) En forma conjunta con Director de Riesgos o Director de Banca Personal o el Gerente de Créditos y Riesgo Banca minorista

(\*\*\*) O en reemplazo de funcionarios con atribución menor

Fuente: banco privado, datos año 2010

## **- Banco II**

Aplican un sistema de otorgamiento automático de márgenes (SOAM). Este sistema hace que sean pocas las carpetas que vea el analista, reduciendo sensiblemente los tiempos de respuesta a las empresas. Si existen alertas, la carpeta si es analizada por un analista con detalle de rubros. El descarte previo lo hace solo el gerente de sucursal como ocurre ante la presencia de patrimonio neto negativo (entre otras situaciones puntualmente descriptas en manual de procedimientos internos del banco).

Para el segmento micropyme, si no hay alertas el sistema califica automáticamente a través de un sistema de scoring automático<sup>246</sup>, después de dos días hábiles la calificación llega a la sucursal pero no llega el resumen del

<sup>246</sup> Si bien muchos bancos optan por sistema de scoring automático, también están aquellos con mayor carga manual de análisis de sus ejecutivos, incluidos sus gerentes.

informe. El sistema de scoring automático se llama SAAR y se aplica para segmento micro y pyme con facturaciones hasta 5,5 MM \$ anual.

Para el legajo inicial solicitan básicamente los últimos 3 balances y actualización de deudas y ventas. Y a esto le agregan los informes de crédito a través de las agencias o bureau de crédito.

El segmento de empresas más pequeñas recibe el siguiente “combo<sup>247</sup>” de parte del banco, siempre que no existan alertas<sup>248</sup> que requieran un análisis en detalle.

Las distintas líneas se fijan sobre la facturación mensual promedio.

- acuerdo descubierto hasta 20 %
- 30% tarjeta de crédito corporativa
- 200% descuento de cheques
- 50% préstamo financiero amortizable a 1 año (o leasing o préstamo prendario)

El segmento de empresas medianas (llamado MES) recibe un combo más flexible. También se fija sobre la facturación mensual promedio salvo mención en contrario.

- 10/15% acuerdo descubierto (siempre sobre facturación mensual promedio)
- 1 o 2 meses de venta descuento de cheques
- 1 mes de gastos (según datos del balance) para tarjeta corporativa
- Prestamos financieros se realiza un análisis puntual
- 30% para líneas de comercio exterior
- 50% para importaciones

Respecto de la visita a empresas, en el segmento micropymes (llamado micropes), el primer contacto siempre lo hace el analista para armar el legajo de crédito, y el gerente de sucursal también debe ir y armar un informe de visita<sup>249</sup>. Cabe aclarar que en el segmento micropes no todas las empresas son visitadas, y en cambio si existe la norma de visita en el segmento mes (empresas medianas). La frecuencia de visita mínima es una vez por año.

La calificación de las carpetas por norma se realiza una vez por año, salvo en el listado de actividades que denominan “riesgosas” en las cuales se debe calificar cada seis meses. A nivel de indicadores que surgen del scoring automático prestan mucha atención a la evolución de los indicadores de liquidez, endeudamiento y rentabilidad, y cuando existen préstamos amortizables prestan especial atención al ebitda.

---

<sup>247</sup> En alusión a la similitud de compra en conjunto de un paquete de bienes o servicios.

<sup>248</sup> Por alertas nos referimos a la situación en bancos diferente a calificación 1, antecedentes de cheques rechazados, juicios de todo tipo, antecedentes de participación de accionistas o directores en empresas fallidas, y cualquier otro elemento que puede requerir un análisis más en detalle por parte de la entidad calificadora del crédito.

<sup>249</sup> En anexos se puede observar un informe de visita modelo utilizado por bancos

En relación al habitual accionar de los bancos de racionar al segmento pyme, este banco modifico su política. Antes, para el segmento micropes utilizaban Pareto y el segmento era eliminado/racionado de la consideración de políticas crediticias. Actualmente cuentan con un gerente de área y siete encargados de zonas, y el banco cambio su política porque detectó que este segmento es el más fiel al banco y con mas reciprocidad (servicios contratados al banco). Y en el segmento mes (medianas) el banco tiene un gerente, tres team leaders o gerentes de cuenta y cada uno de ellos maneja tres de los nueve oficiales de cuenta del segmento.

Más allá de las diferencias de sistemas de calificación entre los distintos bancos, se describen a continuación una serie de elementos que en general son tomados en cuenta al momento de analizar un requerimiento de crédito.

- Fecha de Inicio de la actividad
- Rubro
- Antecedentes de cumplimiento (Nosis – Veraz)
- Referencias Comerciales - Bancarias
- Antecedentes de operatoria bancaria – Resumen de Bancos con los que operan
- Clientes y Proveedores
- Certificación del Balance por Contador público – Balance con certificación literal
- Ventas anuales
- Resultado
- Liquidez – Capital de Trabajo
- Depuración del activo y del patrimonio: Deudas de Socios con la empresa.
- Patrimonio Neto Ajustado o Depurado (en función a limites por RPC)
- Endeudamiento
- Ventas Posteriores
- Destino de las líneas solicitadas
- Situación AFIP – Planes de Pago
- Aspectos Legales: Estatuto – Actas -Autoridades
- Reciprocidad en servicios
- Compra de inmuebles, productivos versus sociales.
- Antecedentes de cumplimiento con el Banco que analiza la carpeta
- Préstamos de Inversión: hasta donde acompañar, diferenciación entre prestar y acompañar el riesgo
- Sociedad nueva: elementos de Riesgo a tener en cuenta.

## **Informes de crédito empresas industriales y comerciales**

En este caso se evalúa la estructura de un informe de crédito, lo cual nos permite observar el análisis de riesgo que utiliza una empresa grande, con un departamento de créditos y cobranzas, que analiza el crédito que otorga a su cartera de clientes pyme.

- Situación actual y perspectivas, que incluye historia, nivel de actividad actual en monto de facturación y unidades por línea de negocios, niveles de consumo de materia prima (del proveedor evaluador) pasada y presente, y un brief de perspectivas
- Evaluación de EECC, con análisis de solvencia, liquidez, rentabilidad, generación de fondos (a través del ebitda) y rotaciones.
- Situación industrial y Dotación de personal
- Situación de mercado y cartera de clientes
- Proyectos de Inversión
- Comentarios finales y dictamen

Más allá de que se trate de una gran empresa y su alto poder de negociación/"presión" hacia la pyme cliente que busca crédito comercial, el legajo de crédito en su contenido es menos exigente si se lo compara con la normativa bancaria. El procedimiento de análisis de riesgo avanza independientemente que falten algunos elementos que hacen a requerimientos formales como ser estatutos, actas de asamblea u otros, y no existen en general formularios adicionales a completar como si ocurre en el caso de bancos. Las grandes ventajas de un departamento de análisis de riesgo de una empresa industrial y/o comercial son su conocimiento específico del mercado en el que operan sus clientes y la valiosa información que brinda la transaccionalidad regular con su cartera de clientes.

La situación para las empresas pymes que desean evaluar y calificar a su cartera de clientes (que pueden o no ser empresas pyme) es bastante diferente y más difícil de llevar adelante.

Rara vez sus clientes le brinden acceso a sus EE.CC. y también le retacean todo tipo de información que pueda servir para análisis de riesgo crediticio. Los relevamientos efectuados permiten identificar los siguientes elementos que forman parte de una carpeta de créditos de una pyme prestamista (créditos de origen comercial):

- utilización de informes de crédito (bureau de crédito) para análisis de antecedentes;
- solicitud de referencias a bancos y empresas colegas;
- legajo de apertura de cuenta e informe de visita de vendedores.

Un informe de visita de un vendedor, para tener algún grado de utilidad en el proceso de decisión de otorgamiento de crédito, debiera incluir al menos la siguiente información:

- antigüedad en el rubro (cantidad de años desde inicio de actividades)
- tipo societario (s.a., s.r.l., unipersonal u otros);
- participación familiar (indicar si participan hijos y si hay más de una familia propietaria);
- exposición a importaciones (verificar si hay importación en Argentina de los productos que fabrica o comercializa la empresa);

- estado de la planta (antigüedad de las maquinas, ultima compra de un activo fijo, impresión general de ordenamiento y lay out);
- nombre de los bancos con los que opera;
- datos de economía informal (siempre que sea posible averiguar si operan algo en parte II y que porcentaje, tiene que surgir de charla informal obviamente);
- si interviene en alguna cadena de valor con grandes empresas (cliente o proveedor).

En base a los casos relevados se observa que, en general, prevalece el uso de modelos de sistematización del perfil crediticio del cliente (o credit scoring) en base al método estático de análisis de EE.CC. y sus respectivos ratios más, solo en algunos casos, el análisis de flujos de fondos proyectados.

En relación al uso de ratios, prevalecen procedimientos estándar de análisis de riesgo, sin utilización de modelos sofisticados de predicción de insolvencia.

### **5.3) Propuesta de calificación para empresas pymes<sup>250</sup>**

La elaboración de un modelo predictivo y/o de un esquema de calificación estandarizado para empresas han sido y seguirá siendo objeto de numerosos trabajos especializados. Y entre la multiplicidad de criterios, herramientas y técnicas disponibles se destaca el uso de modelos de regresión, técnicas que son correctamente desarrolladas por las áreas de conocimiento respectivas.

Dado que solo las empresas más grandes tienen, en general, la posibilidad de afrontar costos de una calificación realizada por una calificadora de riesgo customizada, un esquema de calificación nacional para empresas podría favorecer al segmento de empresas pyme, que no pueden afrontar el costo de una calificación de riesgo particular y necesitan contar con una fuente de señalización para sus prestamistas.

El objetivo es incorporar al trabajo una herramienta más para calificar o precalificar empresas, dentro del área de conocimientos de la administración financiera, que podrá ser tenida en cuenta con los ajustes necesarios en función del sector de negocios en el que se desempeña cada pyme, y procurando utilizar el menor número de variables posibles, al menos para la etapa de precalificación.

En la búsqueda de este modelo estático y simplificado de calificación pyme se desarrolla un sistema de scoring a partir de parámetros cuantitativos representados por ratios, parámetros generales de exclusión y atributos cualitativos, más el agregado de ciertas recomendaciones para su efectivo

---

<sup>250</sup> Modelo sugerido para pymes industriales (no incluye microemprendimientos).

funcionamiento de acuerdo a la plataforma de país que ofrece la Argentina en lo referente a disponibilidad y confiabilidad de la información de empresas.

El nombre seleccionado para este modelo estático simplificado es “ICE” o Identificador de Crisis Empresariales, y a partir de la suma de los valores de los diversos ratios ponderados se obtiene un coeficiente. Si el coeficiente no llega a los valores mínimos establecidos directamente se rechaza o bien se deja “stand by” el otorgamiento del crédito hasta tanto la empresa pueda mejorar los indicadores y alcanzar los valores mínimos que se establezcan de acuerdo a los diferentes sectores de negocios o actividad industrial.

Un modelo que permita determinar la probabilidad de impago de las Pymes, con establecimiento de categorías estructurado a través de un sistema interno de rating, debe cumplir dos condiciones fundamentales:

- Debe de existir una distribución adecuada de las posiciones entre las distintas categoría, es decir, sin concentraciones excesivas en ninguna categoría individual;
- El riesgo de impago debe aumentar de una categoría a la siguiente.

Estas condiciones no se cumplen estrictamente para el modelo simplificado ICE<sup>251</sup>.

#### Parámetros cuantitativos (ratios) seleccionados

Ratio	Ponderación	Target	Exclusión
ROE	20 %	0,2	2 ejercicios consecutivos con pérdida
Facturación/ Deuda bancaria	5%	8	< 3
Liquidez ácida	10%	0,8	< 0,4
Solvencia	10%	2,5	< 1
Ciclo de caja	10%	< 60 días	> 120 días
Nof / ventas	10%	< 0,3	> 0,75
Fm / nof	10%	1	< 0,25
Días de crédito	5%	< 30 días	> 120 días
Leverage <sup>252</sup>	10%	> 1,33	< 0,7
Crecimiento sostenible <sup>253</sup>	10%	0,25	2 ejercicios consecutivos con pérdida

Nota: los valores target y de exclusión podrán modificarse de acuerdo a los distintos sectores de negocios

El procedimiento para llegar al coeficiente ICE de calificación consta de los siguientes pasos:

<sup>251</sup> El modelo simplificado ICE es creación propia y ha sido utilizado en la gestión de gerencias de crédito dentro del proceso de evaluación de riesgo de pymes metalmeccánicas.

La ponderación expuesta puede modificarse en función a cada sector de actividad (diferencia con los coeficientes fijos de modelo Altman). Algunos valores de exclusión surgen de algunos parámetros actuales utilizados por los bancos y otros a partir de referencias de empresas que han desarrollado problemas financieros y/o de insolvencia. Los valores target surgen de mi propia experiencia de campo que incluye la evaluación de más de 500 empresas pyme.

<sup>252</sup> Calculando ROE / ROA. Otra alternativa Utilidad antes de interés e impuestos / utilidad después de intereses y antes de impuestos.

<sup>253</sup> Beneficio sostenible se calcula Beneficio sobre ventas / NOF sobre ventas, o lo que es lo mismo Beneficio neto / NOF.

- 1) Se establecen valores target y de exclusión en función a cada sector de mercado,
- 2) La ponderación también puede modificarse en función a cada sector de actividad;
- 3) Verificar que no se encuentre ningún valor que implique exclusión directa, lo cual implica la descalificación crediticia (salvo justificación válida detallada por parte de la empresa calificada en el caso de algunos de los parámetros seleccionados);
- 4) Se compara valor real versus valor target de cada parámetro;
- 5) En los parámetros con preferencia de valores más elevados respecto al target, el coeficiente particular se confecciona dividiendo valor real / valor target y se multiplica por la ponderación establecida;
- 6) En los parámetros con preferencia de valores inferiores al target (en estos casos el target opera como valor máximo recomendado), el coeficiente particular se confecciona dividiendo valor target / valor real y se multiplica por la ponderación establecida;
- 7) Algunos parámetros toman valor 0 cuando la empresa presenta resultados negativos (ROE, leverage, ciclo de caja, NOF y/o FM<sup>254</sup>);
- 8) Si la rentabilidad es negativa no se considera el efecto leverage en caso que exista palanca positiva (a los efectos de evitar efecto positivo en el coeficiente final en situaciones de apalancamiento sobre empresas no rentables);
- 9) El valor total de coeficiente ICE debe alcanzar a 1. Sin embargo este es un primer valor referencial, luego en cada sector de actividad y de acuerdo a las ponderaciones podría variar el valor mínimo aceptable del coeficiente

La justificación de cada uno de los ratios seleccionados se debe a que reflejan aspectos fundamentales de la estructura de financiamiento de las pymes y aspectos de viabilidad empresarial.

- El ROE constituye la generación básica de caja de todas las empresas en general y en el caso de las pymes en particular constituyen su principal fuente de financiamiento de activos;
- La relación deuda bancaria/facturación es un parámetro de control casi generalizado entre las instituciones financieras;
- En la medida que las empresas son más pequeñas la liquidez ácida<sup>255</sup> es en muchos casos más relevante que la liquidez total ya es muy difícil pronosticar las cobranzas semanales y también difícil dominar la rotación de inventarios;
- Niveles de endeudamiento elevados dificultan el acceso al crédito y/o derivan hacia entidades de crédito de segunda línea a tasas más elevadas. Asimismo en coyunturas de crisis y restricción crediticia (algo recurrente en nuestro país) la solvencia en una pyme es clave para la sostenibilidad empresarial;
- Ciclo de caja, y NOF tienen relación estrecha y son indicadores clave de la administración financiera del capital operativo, lo cual a su vez se

<sup>254</sup> Se requiere un análisis particular para determinar si es una fortaleza o una debilidad contar con FM negativo asociado con NOF negativa (ej. caso hipermercados).

<sup>255</sup> Por liquidez ácida considero el cociente (activo corriente – bs cambio – otros créditos) / (pasivo corriente total)



debe vincular con FM para poder precisar la dependencia de las líneas financieras de corto plazo;

- Días de crédito se coloca en forma aparte del ciclo de caja (aunque ya está contenido en él) para que el empresario pyme tenga presente la importancia relativa fundamental que implica para sus finanzas el mantener acotado su nivel de crédito por ventas, dado que normalmente es poco lo que puede hacer en relación al promedio de pago a proveedores;
- El leverage nos permite visualizar si el endeudamiento y las tasas que la empresa está pagando están favoreciendo, son neutrales o están perjudicando a la empresa.
- Finalmente se encuentra el crecimiento sostenible, lo cual permite observar limitaciones para el desarrollo de la empresa, y a la vez comparar la consistencia en caso que se desee calificar para líneas de crédito que requieran análisis de flujo de fondos proyectados.

A los efectos de obtener un correcto diagnóstico a partir de los ratios elaborados en la tabla, debemos siempre:

- Ser conscientes de las limitaciones de los estados contables y realizar los ajustes pertinentes
- Ignorar números aislados
- Efectuar comparaciones adecuadas
- Analizar desvíos significativos
- Considerar variaciones estacionales
- Revisar críticamente las tendencias
- Reconocer aspectos que atenúen o compensen situaciones desfavorables
- Usar un conjunto de herramientas apropiado para el ramo en cuestión y la decisión que requirió el análisis
- Dado que no debemos aferrarnos únicamente a un análisis matemático, debemos recordar que los ratios se deben interpretar en función de:
  - Momento de la empresa
  - Industria o ramo
  - País y su situación económica
- Considerar cuidadosamente la comparación con estándares

En forma simultánea a la tabla de scoring se deben evaluar los siguientes parámetros de exclusión.

Parámetros generales de exclusión

- Patrimonio neto negativo
- Dos ejercicios consecutivos con pérdidas
- Caída de facturación anual superior al 20% (excepto en coyuntura de crisis a nivel macro nacional)
- Deuda vencida con sistema financiero superior al 10% del activo total

- Deuda refinanciada con incumplimiento en sistema financiero
- Nivel de economía informal superior al 10% de la facturación contable
- Fondo de maniobra negativo (excepto en casos de NOF negativa)

La precalificación se realiza con los datos obtenidos en la tabla de scoring más la evaluación de los parámetros de exclusión. En caso que la precalificación resulte favorable se procede al análisis de atributos cualitativos.

Luego, para avanzar hacia una calificación final y determinación del riesgo crediticio de cada empresa, se tendrán en cuenta parámetros cuantitativos adicionales, la siguiente lista de atributos cualitativos y aspectos positivos y negativos de diverso impacto.

### **Atributos cualitativos seleccionados**

- Antigüedad en la actividad
- Grado de concentración de la facturación / atomización de la cartera de clientes
- Evaluación de constitución jurídica, contratos y la probabilidad asociada de contingencias desfavorables
- Estimación del nivel de economía informal
- Mezcla de flujos de fondos empresa y familia
- Antecedentes / carácter de los titulares y administradores pyme (reputación)
- Matriz de fuerzas competitivas empresa / sector
- Nivel de capacitación y calidad de los recursos humanos
- Esquema de toma de decisiones
- Grado de planificación de las distintas actividades de la empresa
- Oportunidades de crecimiento
- Grado de dispersión de la propiedad y de ordenamiento de la sucesión familiar;
- Existencia o no de clara definición estratégica y de factores estratégicos diferenciales

### **Aspectos positivos – reducen el riesgo empresarial**

- Fuerte vinculación de la Pyme con el sistema productivo del país
- Participación en distritos industriales y/o desarrollo en áreas especializadas
- Alto grado de vinculación con empresas de primera línea (contratos a largo plazo)
- Participación en actividad industrial de procesos intensivos de capital con tecnología de punta a nivel internacional
- Mercado poco concentrado
- Ventajas en economías de escala
- Entrelazado de complementación con grandes firmas
- Alto flujo de información con medios externos
- Complementación técnica concertada
- Asociaciones y/o joint ventures establecidos

- Estrategia flexible y competitiva
- Especialización productiva en procesos parciales
- Innovación tecnológica
- Creciente internacionalización
- Subcontratista contractualizado a largo plazo con grandes firmas
- Cumplimiento plazos de entrega y calidad
- Integración vertical con grandes firmas
- Ventajas competitivas no basadas en diferenciales salariales
- Trayectoria madurativa exitosa
- Nicho de mercado de altos ingresos
- Cartera de clientes atomizada (menor riesgo del crédito que otorga)
- Factibilidad de producir bienes que en el mercado externo no se elaboran en series largas
- Servicio Pre y post venta disponible
- Rápida adaptación a la demanda
- Rapidez en la captación de información
- Alta rentabilidad por la venta de sus productos o servicios

### **Aspectos negativos – aumentan el riesgo empresarial**

- Autocentramiento y aislamiento de la Pyme respecto al aparato productivo
- Alta dependencia de grandes empresas pero sin horizonte planificado y contratado
- Bajo nivel de productividad
- Baja facturación por empleado
- Elevado mix de productos - Sobreequipamiento
- Alto riesgo crediticio de sus clientes
- 1 solo cliente con más del 35% de la facturación
- Modalidad de gestión empresarial centralizada
- Entorno y marco institucional en el que las firmas se localizan de dudosa credibilidad
- Bajo proceso de inversión
- Gestión centrada exclusivamente en la fabricación
- Integración vertical incompatible con la tendencia a la fragmentación de procesos
- Dedicación a la producción de bienes transables con baja economía de escala
- No ofrece servicio pre y post venta
- Producción no masiva (baja escala) y de bienes poco diferenciados
- Mercado concentrado con presencias cercanas al monopolio u oligopolio
- Escaso poder de negociación con proveedores y clientes
- Existencia de productos sustitutos con alta penetración en el mercado
- Elevados costos de estructura. Necesidad de alto volumen de ventas para alcanzar el punto de equilibrio financiero y/o económico
- Margen bruto de ventas que no alcanza para cubrir el resto de los costos
- Lenta rotación de los stocks
- Inmovilización de activos superior a lo necesario para operar

- Elevada carga de pasivos de corto plazo
- Capital de trabajo disponible escaso o negativo
- Elevado endeudamiento que conlleva mayores costos financieros
- Antecedentes negativos en centrales informativas de riesgo, de la empresa, sus dueños y/o funcionarios, o bien de otras empresas en la que estos formaron parte en el pasado

Tanto los aspectos positivos como negativos dependerán de cada mercado donde se desarrolle la empresa. Solo se mencionan algunos puntos a tener en cuenta para el análisis, ya que la presente lista no pretende ser taxativa y varios de los aspectos citados son consecuencia de otros. Se supone que una empresa con importante cantidad de aspectos negativos en su negocio, tendrá mayor riesgo de convertirse en empresa en cesación de pagos y/o insolvente-fallida.

Para concluir se enumeran algunas consideraciones que deberían tenerse en cuenta para que un sistema de calificación de empresas (para pymes y no pymes) pueda cumplir sus objetivos en términos de eficacia y eficiencia:

- 1) El sistema de calificación está diagramado básicamente para empresas con tipos societarios con la obligación de emitir balances anuales;
- 2) En la etapa de precalificación, si falta información de algún rubro y no se puede completar el cálculo de alguno de los ratios, se calculan los restantes y se modifica la ponderación aumentando la participación relativa en forma proporcional para todos los ratios que si pueden calcularse;
- 3) El sistema de calificación racionará a las empresas con alto grado de subfacturación o economía informal dado el valor objetivo de los diferentes ratios incorporados al análisis;
- 4) Los requerimientos de información podrán diferir según el monto del crédito solicitado por la empresa evaluada<sup>256</sup>;
- 5) Las calificaciones podrían ser realizadas por agencias, o entidades con especialización sectorial o regional, y el conjunto de calificaciones analizadas por un organismo controlado por el BCRA con la intervención de los bancos privados y públicos, y de consultores independientes. Los calificadores intervinientes deberán ser evaluados periódicamente por este organismo por la performance futura de las pymes sobre las cuales emitieron su opinión;
- 6) Todas las pymes, que quieran acceder al circuito formal de crédito deberán contar con una calificación<sup>257</sup> de 1 a 100 puntos que haga las

<sup>256</sup> Respecto a la información mínima requerida, es fundamental para el evaluador la confiabilidad de lo suministrado por el empresario pyme más allá de la cantidad de datos que pueda aportar. Sin embargo para entrar en una calificación del tipo A estimo que la empresa debe estar en condiciones de poder aportar los últimos tres balances certificados, flujo de fondos a un año de plazo, actualización del detalle de deudas financieras y fiscales post cierre de eecc, detalle de ventas posterior, posibilidad de aportar un cálculo aproximado del punto de equilibrio (o poder demostrar conocerlo fehacientemente), contratos sociales, poderes, manifestación de bienes de los socios y de la empresa, otras referencias comerciales y bancarias, principales clientes que atiende y todo otro dato que pueda generar conocimiento en relación tanto a variables cuantitativas como cualitativas. Dado que el esquema no busca racionar a las pymes que no puedan presentar un legajo completo de crédito, se establece un legajo de crédito con requerimientos básicos como condición sine quanon para obtener la mejor calificación dentro del rubro pyme. En la medida que las empresas no puedan presentar este requerimiento mínimo de información calificarían desde B hacia abajo.

veces de documento obligatorio de identificación para solicitudes de asistencia financiera a mediano y largo plazo. Un esquema de categorización por puntaje, que debe ser desarrollado y acompañado por diversas técnicas aplicadas para la evaluación del riesgo, podría ser el siguiente:

Categoría de riesgo	Rango de puntaje	Concepto
A	81-100	Pymes que operan en sector de mercado de bajo riesgo y con ventajas comparativas respecto a la competencia del mismo tamaño. Presenta muy buenos ratios y muy buena confiabilidad en la información suministrada. Proyecto con excelentes perspectivas de crecimiento por contar con varios aspectos positivos detectados.
B	61-80	Pymes bien posicionadas en un sector de bajo riesgo, con buenos ratios actuales y se considera confiable la información presentada. Para mejorar las perspectivas del proyecto deben agregarse algunos aspectos positivos aún no consolidados
C	41-60	Pymes de posicionamiento medio en sectores de bajo riesgo o bien posicionadas en sectores de riesgo moderado. Presenta buenos ratios aunque la información que proporciona es pasible de ajustes relevantes que pueden modificarlos. Presenta en promedio un nivel similar de aspectos positivos y negativos.
D	21-40	Pyme con problemas actuales de importancia con posicionamiento medio-bajo en sectores de riesgo moderado o bien posicionadas pero en sectores de alto riesgo. Existe riesgo de inviabilidad futura del negocio, ratios en el límite de lo aceptable o algo por debajo y/o información suministrada poco confiable. No presenta aspectos positivos de relevancia y si varios aspectos negativos
E	0 – 20	Empresa considerada inviable actual y potencialmente debido a su pésima comparativa con otras empresas del sector o por encontrarse dentro de la media de un mercado de alto riesgo. Ratios por debajo de lo aceptable y/o inadecuada información suministrada. Presenta demasiados aspectos negativos como para intentar un cambio favorable radical en su desenvolvimiento.
F	Sin puntaje	Emprendimiento dentro de la economía marginal y/o sin posibilidad de suministrar información confiable. Alta probabilidad de muerte de la empresa en pocos años. Negocio temporario y altamente especulativo.

- 7) En la calificación de pymes resulta fundamental el análisis comparativo con la competencia de igual tamaño y el grado de exposición a decisiones de grandes empresas del rubro, considerando que gran parte de la viabilidad de estos emprendimientos depende del futuro desempeño de los mercados donde operan y en los cuales poco pueden influir;
- 8) Las garantías disponibles que sirven como resguardo de los préstamos serán incorporadas en caso que sirvan para mejorar la calificación final;
- 9) La pyme, deberá tramitar su calificación, que se convertirá en su "documento de identidad" a los efectos de solicitar crédito. Aquella empresa que no cuente con esta calificación tendrá seguramente inconvenientes o mayores costos a la hora de negociar una financiación;
- 10) La base de calificaciones podría ser un elemento de gran valor y complementario de las bases de datos de las empresas de riesgo crediticio (Veraz, Nosis, Riesgofax, y otras), y sentar las bases para un futuro registro de antecedentes pyme a nivel nacional.

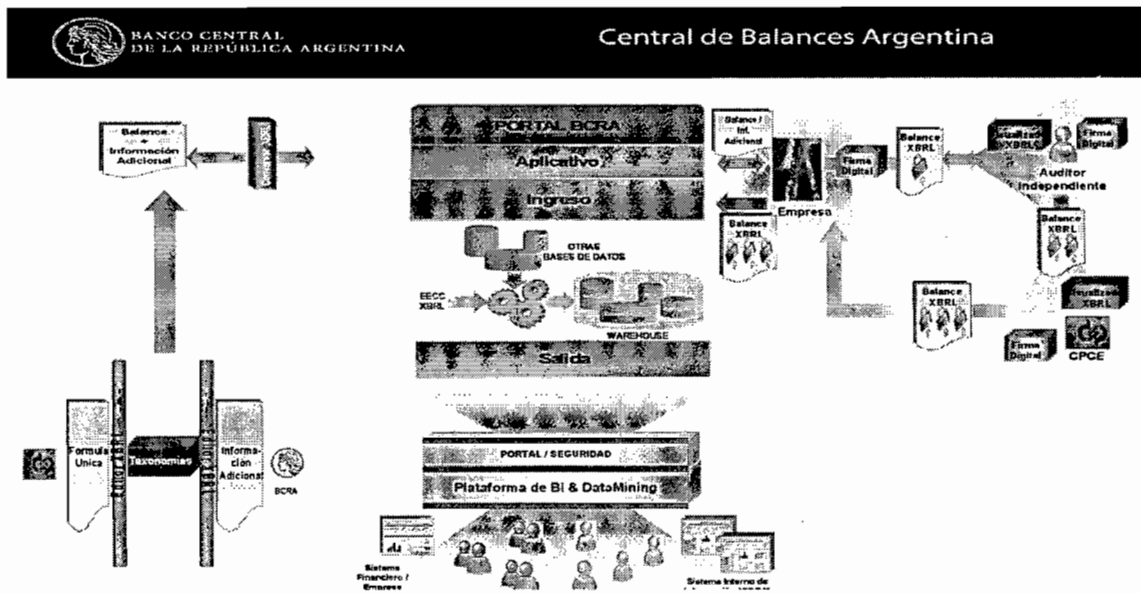
Como antecedente en la Argentina se encuentra el proyecto de Central de balances del BCRA. Si bien no se refiere a un proyecto de calificación a nivel nacional de empresas, persigue similares objetivos<sup>258</sup>:

<sup>257</sup> Se mantiene la limitación de delimitación entre categorías de riesgo ya que no es posible argumentar que empresas con 1 o 2 puntos de calificación de diferencia presentan un riesgo de impago tan diferente pese a pertenecer a dos categorías de riesgo diferentes.

<sup>258</sup> Según presentación abril 2010 Gerencia Central de Balances BCRA.

- Facilitar el acceso al crédito
- Propender a la reducción del costo del crédito
- Generar información con valor agregado
- Eliminar la asimetría de información
- Alinearse con las mejores prácticas internacionales

El proyecto depende de la Gerencia de Central de Balances del BCRA, que a su vez depende de la Subgerencia de Régimen Informativo y Central de Balances, que a su vez depende de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias del BCRA.

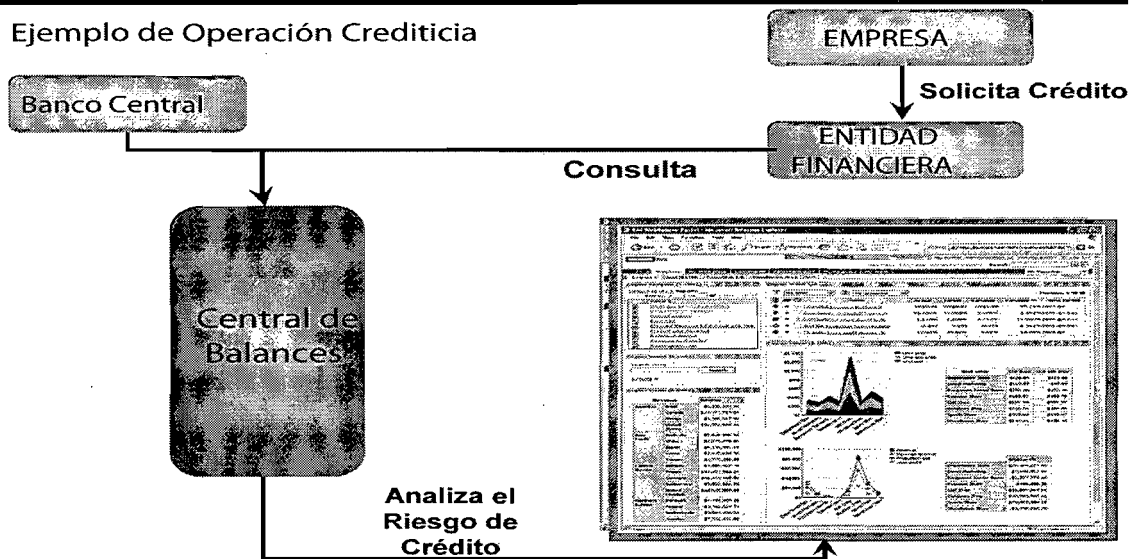


Actualmente todos los integrantes que interactúan con el sistema financiero a través del crédito presentan sus EE.CC. ante distintas entidades: AFIP, IGJ, CNV, y entidades financieras (previo paso por los consejos profesionales).

La central de balances procura convertirse en una base de información de económico-financiera sobre empresas accesible para distintos usuarios participantes de la economía. La base de información proveería información individual, comparada, evolución, ratios e información sectorial. El esquema funcionaría según el gráfico que se expone a continuación:



### Ejemplo de Operación Crediticia



El esquema plantea una situación en la cual el análisis del riesgo crediticio pasa por la Central de Balances del BCRA e implicaría una delegación desde los bancos hacia esta unidad del BCRA.

La central de balances del BCRA es solo un proyecto e incluso cabe tener dudas en lo que refiere a su efectiva implementación. Independientemente de esto, con o sin central de balances, se mantendrán los mismos problemas de calidad informativa. Si bien un proyecto que centraliza información contable de empresas permitiría contar con ratios sectoriales actualizados basados en una base de datos más amplia, al no incorporar análisis de tipo cualitativo ni asegurar la realización de ajustes a los EE.CC., no garantiza una mayor calidad de las calificaciones empresarias.

El modelo estático propuesto, el esquema de puntaje y clasificación de riesgo y las consideraciones para la organización de un sistema de calificación de empresas pyme, deben ser respectivamente complementadas con estudios existentes y/o consideradas como un punto de partida para un desarrollo más profundo sobre el tema.

## 5.4) Trabajo de campo de aplicación de modelos predictivos de insolvencia

Luego de haber evaluado algunos modelos predictivos, comparar los esquemas de evaluación de riesgo crediticio que se utilizan en la Argentina, y de haber esbozado una propuesta de modelo estático simple (ICE o Identificador de crisis empresariales), es el momento de la evaluación empírica. Para ello se comparan los resultados de un grupo de empresas solventes y con sendero de crecimiento económico, como así también de un

grupo de empresas con antecedentes de insolvencia (antecedentes de concursos y quiebras).

Se aplica el modelo de Altman<sup>259</sup> en sus variantes Z1 y Z2 y también se aplica un modelo alternativo llamado Springate<sup>260</sup>. Los resultados del mismo se desarrollan a continuación.

<b>Ratios utilizados y coeficientes promedio obtenidos<sup>261</sup></b>	<b>Grupo +</b>	<b>Grupo -</b>
X1 capital de trabajo / activo total	0,44	-0,03
X2 utilidades retenidas / activo total (o Pneto/activo total *40%)	0,26	-0,16
X3 utilidades antes de intereses e impuestos / activo total	0,23	-0,003
X4 patrimonio neto / activo total	1,86	0,66
X5 ventas / activo total	1,56	0,64
Z1 Altman	3,60	0,75
Z2 Altman	7,25	-0,05
X1 capital de trabajo / activo total	0,44	-0,03
X2 utilidad neta antes de intereses e impuestos / activo total	0,23	-0,003
X3 utilidad neta antes de impuestos / pasivo corriente	0,74	-0,07
X4 ventas / activo total	1,56	0,64
Springate	2,28	-0,01

En la tabla precedente se observa la aplicación del modelo Altman en sus variantes Z1 y Z2 y el modelo Springate, y se comparan los resultados

<sup>259</sup> Para la evaluación de la utilidad de los ratios como elemento de diagnóstico y predicción, se aplica el análisis multivariante basado en el modelo Z-Altman, en el que se ponderan y suman razones de medición para clasificar las empresas en solventes e insolventes. Siguiendo lo que indican los modelos de previsión de insolvencia, el análisis discriminante se procesa de la siguiente manera:

- Seleccionar dos grupos de empresas, solventes no solventes;
- Seleccionar los respectivos indicadores contables de esas empresas;
- Atribuir números a las variables no numéricas;
- Obtener la ecuación lineal a través de los cálculos de regresión, que es la base del modelo de previsión de insolvencia;
- El grado de precisión del modelo puede ser medido comparándose la clasificación de las empresas a partir de la ecuación de regresión, con la clasificación original previamente establecida. Si el grado de precisión fuese muy bajo, es necesario sustituir los indicadores contables seleccionados e incorporar nuevos.

<sup>260</sup> MODELO SPRINGATE - Este modelo fue desarrollado en 1978 por Gordon L.V. Springate de la Universidad Simon Fraser de Canadá, siguiendo los procedimientos desarrollados por Altman. Springate usó el análisis estadístico iterativo de discriminación múltiple para seleccionar cuatro de 19 razones financieras de uso frecuente que mejor distinguieron entre los buenos negocios y los candidatos a insolvencia. El modelo Springate tiene la siguiente forma:

$$Z = 1.03A + 3.07B + 0.66C + 0.40D$$

Donde: A = Capital de trabajo / Activo total, B = Utilidad neta antes de intereses e impuestos / Activo total, C = Utilidad neta antes de impuestos / Pasivo circulante, D = Ventas / Activo total. Cuando  $Z < 0.862$ , la firma podría considerarse como "insolvente".

<sup>261</sup> Altman Z1 y Z2 Donde: X1 = Capital de trabajo / Activo total, X2 = Utilidad neta antes de intereses e impuestos / Activo total, X3 = Utilidad neta antes de impuestos / Pasivo circulante, X4 = Valor de mercado del capital (o valor de patrimonio neto para empresas sin cotización) / Pasivo total, X5 = Ventas / Activo total.



para el grupo de empresas pyme de buenos indicadores y sendero de crecimiento (55 casos nombrado grupo (+)) con el grupo de empresas con antecedentes de concurso preventivo y quiebra (23 casos nombrado grupo (-)). Los respectivos coeficientes tienen la siguiente forma:

- Altman Z1 = 0.717 X 1 + 0.847 X 2 + 3.107 X 3 + 0.420 X4 + 0.998X 5
- Altman Z2 = 6.56X 1 + 3.26X 2 + 6.72 X 3 + 1.05 X 4
- Springate Z = 1.03A + 3.07B + 0.66C + 0.40D

Comparando los modelos predictivos seleccionados observamos que Altman en Z1 incluye la rotación de activos, y no lo hace en Z2, y en ambos casos ponderan de manera importante la retención de utilidades y el nivel de utilidades en relación al activo de la empresa. En Z2 se elimina la rotación de activos para que el modelo sea utilizado por todo tipo de empresas y no solo por las manufactureras. En el modelo Springate se elimina el ratio de retención de utilidades y la relación de endeudamiento y se reincorpora el ratio de rotación de activos en relación a Z2.

Dado que en ambos casos, los valores para el grupo (+) están por encima de 2,90 y 2,60 respectivamente, según Altman, se trata de empresas sin problemas de insolvencia en el futuro cercano. En cambio para el grupo (-) los valores están por debajo de 1,23 y de 1,10 respectivamente, lo cual implica una alta probabilidad de insolvencia, algo que en la práctica sucedió.

Se puede observar la diferencia entre el grupo de empresas con buenos indicadores y buena performance empresaria y el grupo que incluye a empresas con antecedentes de cesación de pagos. En todos los casos se cumplen las predicciones de los modelos seleccionados considerando el promedio aritmético obtenido para cada grupo de empresas.

Esto sin embargo no implica que tales modelos sirvan a los fines predictivos, ya que pueden solo estar convalidando la diferente situación económico y/o financiera actual de las firmas. La clave para verificar la eficacia en la predictibilidad de los modelos es poder anticipar problemas económicos y/o financieros antes de que la situación ya se encuentre demasiado deteriorada.

Después de aplicar Altman y Springate, se aplica el modelo simplificado de scoring ICE tanto para el grupo de empresas (+) como para el grupo de empresas (-) y arroja los siguientes resultados.

#### Grupo de empresas con buena performance (+)

Ratio	Ponderación	Target	Exclusión	Real	Coeficiente
ROE	20 %	0,2	2 ejercicios consecutivos con pérdida	0,24	0,24
Facturación/ Deuda bancaria	5%	8	< 3	32,6	0,20
Liquidez ácida	10%	0,8	< 0,4	1,20	0,15
Solvencia	10%	2,5	< 1	2,82	0,11
Ciclo de caja	10%	< 60 días	> 120 días	114	0,05
Nof / ventas	10%	< 0,3	> 0,75	0,30	0,10

Fm / nof	10%	1	< 0,25	0,93	0,09
Días de crédito	5%	< 30 días	> 120 días	46	0,03
Leverage	10%	> 1,33	< 0,7	1,54	0,12
Crecimiento sostenible	10%	0,25	2 ejercicios consecutivos con pérdida	0,33	0,13

Nota: los valores target y de exclusión podrán modificarse de acuerdo a los distintos sectores de negocios

Para el grupo de empresas (+) se llega a un coeficiente de 1,23, valor por encima de 1 y por ende con calificación positiva para otorgamiento de asistencia crediticia.

#### Grupo de empresas con antecedentes de cesación de pagos (-)

Ratio	Ponderación	Target	Exclusión	Real	Coeficiente
ROE	20 %	0,2	2 ejercicios consecutivos con pérdida	-,085	0
Facturación/ Deuda bancaria	5%	8	< 3	2,95	0,02
Liquidez ácida	10%	0,8	< 0,4	0,372	0,05
Solvencia	10%	2,5	< 1	1,65	0,07
Ciclo de caja	10%	< 60 días	> 120 días	104	0,06
Nof / ventas	10%	< 0,3	> 0,75	0,32	0,09
Fm / nof	10%	1	< 0,25	-0,14	-0,01
Días de crédito	5%	< 30 días	> 120 días	56	0,03
Leverage	10%	> 1,33	< 0,7	2,52	0
Crecimiento sostenible	10%	0,25	2 ejercicios consecutivos con pérdida	-015	-0,06

Nota: los valores target y de exclusión podrán modificarse de acuerdo a los distintos sectores de negocios

Para el grupo de empresas (-) se llega a un coeficiente total de 0,24, valor por debajo de 1 y por ende con calificación negativa para otorgamiento de asistencia crediticia.

Los valores target y de exclusión indicados sirven como referencia en base a los casos evaluados y ciertas prácticas generalizadas de los mercados de crédito. Sin embargo no debe olvidarse que resulta clave establecer estos valores en forma particular para cada empresa en función al sector de mercado en que se desempeña.

Al igual que con los modelos anteriores, se observa la diferencia entre el grupo de empresas con buenos indicadores y buena performance empresarial y el grupo que incluye a empresas con antecedentes de cesación de pagos, y nuevamente debemos señalar que esto no convalida al modelo ICE como efectivo a nivel predictivo.

#### - Radiografía de empresas pyme con alto endeudamiento

Dentro del marco de la economía argentina, no es un dato menor el planteamiento inicial de una empresa a nivel de la estructura de financiación de sus activos. Y mucho más aún cuando nos referimos a empresas pyme, con restricciones para el acceso a préstamos a largo plazo.

Para evaluar la eficacia de los modelos predictivos analizados, se seleccionaron dos casos de empresas pyme, con acceso de información privilegiada, lo cual nos permitió analizar la evolución interanual de los ratios y como se comportan los modelos predictivos seleccionados.

Habiendo investigado a fondo estas dos empresas pyme, es observable que ambas iniciaron su actividad con escasez de capital propio, financiando activos fijos parcialmente con recursos de corto plazo. A nivel cualitativo se puede agregar que sus socios participan activamente en la gestión de la empresa y son concededores de sus respectivos mercados.

La diferencia en el sendero de desarrollo de una y otra empresa parece estar explicada por el contexto macroeconómico nacional. Mientras el caso 1 tuvo que convivir con una crisis económica que incluyó un proceso de recesión y caída de actividad económica general sumado a restricción crediticia y altas tasas de interés, el caso 2 se desarrolla durante la década actual y convive con crecimiento económico y bajas tasas de interés.<sup>262</sup> Esta fue una diferencia crucial para una y otra empresa, ya que ambas presentan contribución bruta positiva y en línea con valores de mercado, y ambas tienen una importante palanca financiera debido al planteamiento inicial con escaso capital propio.

El caso 1, ante un planteamiento inicial con insuficiencia de recursos permanentes para financiar los activos fijos, financia parcialmente estos activos con recursos financieros (prestamos) de corto plazo, en el caso 2 utiliza la herramienta del leasing con tasas variables de ajuste para compensar la falta de recursos permanentes.

#### - Caso empresa 1 (fabricante envases de hojalata)

En la siguiente tabla se puede observar que durante el año 1, aplicando los modelos predictivos, la empresa se encontraba fuera de la zona de riesgo de insolvencia. Sin embargo, ya en el año 2 la empresa entra en zona de riesgo de insolvencia y en el año 3 ingresa en una zona sin salida posible de recuperación empresarial. Esto significa que utilizando los modelos predictivos, un calificador podría haber otorgado asistencia crediticia en el año 1, y luego en el año 2 la empresa ingresa en zona de alto riesgo de insolvencia.

Ratios utilizados y coeficientes promedio obtenidos	Año 1	Año 2	Año 3
X1 capital de trabajo / activo total	0,01	-0,13	-0,51
X2 utilidades retenidas / activo total (o Pneto/activo total *40%)	0,19	0,15	0,17
X3 utilidades antes de intereses e impuestos / activo total	0,17	0,06	0,06
X4 patrimonio neto / activo total	0,87	0,58	0,45
X5 ventas / activo total	0,89	0,74	0,82
Z1 Altman	1,95	1,20	0,98
Z2 Altman	2,72	0,66	-1,90
X1 capital de trabajo / activo total	0,01	-0,13	-0,51
X2 utilidad neta antes de intereses e impuestos / activo total	0,17	0,06	0,06

<sup>262</sup> Excepto período 2008- 2009 por la crisis de hipotecas subprime y su repercusión en el mercado local de crédito.

X3 utilidad neta antes de impuestos / pasivo corriente	0,25	0,03	-0,01
X4 ventas / activo total	0,89	0,74	0,82
Springate	1,06	0,37	-0,01

Aplicando el modelo ICE para esta empresa, arroja los siguientes resultados:

Ratio	Ponderación	Target	Exclusión	Año 1	Año 2	Año 3
ROE	20 %	0,2	2 ejercicios consecutivos con pérdida	0,20	0,03	0
Facturación/ Deuda bancaria	5%	8	< 3	0,02	0,02	0,01
Liquidez ácida	10%	0,8	< 0,4	0,06	0,04	0,02
Solvencia	10%	2,5	< 1	0,07	0,06	0,04
Ciclo de caja	10%	< 60 días	> 120 días	0,11	0,24	0
Nof / ventas	10%	< 0,3	> 0,75	0,15	0,25	-0,42
Fm / nof	10%	1	< 0,25	0	-0,14	0,28
Días de crédito	5%	< 30 días	> 120 días	0,02	0,02	0,03
Leverage	10%	> 1,33	< 0,7	0,16	0,20	0
Crecimiento sostenible	10%	0,25	2 ejercicios consecutivos con pérdida	0,29	0,08	0,06
Coefficiente ICE				1,10	0,81	0,24

Nota: los valores target y de exclusión podrán modificarse de acuerdo a los distintos sectores de negocios. En las columnas Año 1, 2 y 3 se informan los coeficientes respectivos aplicando valor real comparado con target por su ponderación respectiva.

En el caso del coeficiente ICE también se puede observar que durante el año 1, la empresa se encontraba en condiciones de calificación crediticia positiva. Sin embargo, ya en el año 2 la empresa entra en zona de calificación negativa y no precalifica. Luego en el año 3 la situación desmejora notablemente y por tanto sigue fuera de zona de aprobación crediticia, con un nivel de solvencia muy cerca de zona de exclusión directa.

Durante el primer año, y pese a que ni los modelos predictivos, ni el coeficiente ICE de calificación crediticia incluían a la empresa dentro del grupo de riesgo de insolvencia, no pudo acceder a asistencia crediticia, en parte por algunos elementos cualitativos que agregaban riesgo a la firma, y fundamentalmente en función de la coyuntura de restricción crediticia que imperaba en la Argentina.

La empresa que acabamos de analizar terminó en quiebra. Sus resultados operativos antes de intereses fueron superados por sus egresos financieros e ingresa en una espiral descendente de actividad por falta de financiamiento, incrementando paulatinamente sus pérdidas hasta que se presenta en concurso preventivo. Dado que el concurso no fue previamente planificado, y por ende no pudo generar cierto "colchón" de liquidez para afrontar el corte crediticio generalizado, y además había otorgado garantías reales para obtener líneas de asistencia crediticia de corto plazo, no pudo

superar la crisis y terminó en quiebra. En resumen, entre las causas que ocasionaron la cesación de pagos y posterior quiebra podemos mencionar:

- inversiones en activos fijos no respaldadas por líneas de largo plazo a tasa fija y financiadas parcialmente con recursos de corto plazo;
- restricción de líneas de crédito de corto plazo (recorte de líneas por parte de los bancos);
- ciclo de caja creciente con reducción de plazo de pago proveedores y ampliación plazo de cobranza a clientes;
- mercado altamente competitivo con empresas participantes de mayor tamaño y respaldo económico y financiero relativo;
- dependencia extrema de proveedor monopólico;
- incremento de incobrables (cheques rechazados sin reemplazo)
- tasas crecientes para descuentos de valores y necesidad de operar esta modalidad de créditos de corto plazo por falta de liquidez;
- caída en el nivel de actividad.

## - Caso empresa 2 (Grafica)

Esta empresa, que actualmente sigue funcionando y esto la diferencia por el momento del caso 1, mantiene una serie de problemas estructurales difíciles de superar. La siguiente es una frase textual de uno de los dueños de la firma:

*“Administrar una empresa como la nuestra es una tarea muy difícil, dado que nuestra empresa nació sólo con una actividad comercial sin ningún tipo de patrimonio ni inversión. Años de esfuerzo tratando de que los egresos no superen los ingresos y a su vez de ir generando fondos genuinos para poder incorporar bienes productivos para tratar de consolidar la empresa. Todo ello prácticamente sin apoyo bancario dado que los bancos le prestan a quien pueda garantizar con bienes lo que están pidiendo, y no prestan por trayectoria y esfuerzo, con lo cual el esfuerzo es mucho mayor dado que lo que se consigue es a tasas muy altas, y tratando de no quedar fuera de mercado aplicando a los precios una rentabilidad suficiente como para continuar la consolidación de la empresa”.*

Si aplicamos los modelos predictivos de Altman Z1 y Z2 y el modelo Springate, para los años 2008 y 2009, en todos los casos los valores ubican a la empresa en situación de alto riesgo de insolvencia. Si aplico el esquema de scoring propuesto (ICE), durante 2008 la empresa estaba bien calificada y para la evaluación correspondiente al año 2009 la empresa pasa a tener calificación negativa.

Año	Z1 Altman	Z2 Altman	Springate	ICE
2008	1,21	0,96	0,68	1,27
2009	1,15	-0.26	0,28	0,41

¿Qué es lo que ocurre en la empresa durante el año 2009? Contablemente expone pérdidas, pero esto sucede por un ajuste contable de ejercicios anteriores, al pago de cánones por leasing (única forma en que pudo incorporar activos fijos hasta el momento), y un bajo porcentaje de operaciones informales. Luego, la situación de pérdidas ocasiona el desmejoramiento de la situación de la empresa.

La empresa se encuentra en proceso de calificación de crédito a través de las distintas vías que ofrece el mercado argentino actualmente (julio 2010). Por un lado se encuentra en proceso de calificación directa con el Banco Nación Argentina para la “línea 400” que otorga préstamos a cinco o más años y tasa fija en pesos en torno al 13% anual. Por otro lado se está calificando su carpeta en Garantizar SGR para la misma línea de largo plazo (para adquirir un activo fijo clave para el funcionamiento de la firma – renovación tecnológica).

Asimismo se encuentra en proceso de actualización de calificación crediticia en sus habituales cuatro bancos para las líneas de corto plazo (descuento de cheques, descubiertos y amortizables hasta 1 año). Los bancos están evaluando actualmente y pese al buen historial y los niveles de transaccionalidad, el mal balance del año 2009 está complicando el proceso.

Más allá de lo expuesto, la performance del año 2010 es muy buena, con alto crecimiento de ventas, fortalecimiento de márgenes de utilidad y sin contratiempos financieros. Sin duda, el balance 2010 arrojará resultados positivos y nuevamente mejorará indicadores y probablemente transforme la situación desde coeficientes negativos a positivos en términos de calificación crediticia.

## **5.5) Conclusiones**

### **Hipótesis VI**

#### **Los modelos predictivos de insolvencia y esquemas de análisis de riesgo brindan información estática para la toma de decisiones**

*En el marco de la investigación, no se han reunido elementos de análisis suficientes para poder confirmar o rechazar la hipótesis.*

*La cantidad de modelos evaluados y la cantidad de casos en los que se han aplicado dichos modelos (capítulo 5), no me permiten concluir en forma general acerca de los modelos predictivos de insolvencia y diversos esquemas de análisis de riesgo.*

En la búsqueda de elementos que faciliten la conexión entre prestamistas y prestatarios, el análisis de riesgo de empresas constituye un elemento fundamental, y si bien su análisis no constituye el objeto principal de la tesis doctoral, es un elemento que no puede estar fuera de la consideración del presente trabajo.

Más allá de los diferentes sectores industriales y sus particularidades, cada empresa tiene su propio ciclo económico u operativo. La empresa invierte, compra, produce, vende y obtiene al final del ciclo fondos, y puede obtener más dinero que el invertido, igual o menos al finalizar cada ciclo. Si la empresa no tiene competitividad y/o su rentabilidad es negativa, los fondos no le alcanzarán para mantener el volumen de actividad, salvo a través de financiamiento

adicional para su capital de trabajo. Si la empresa produce menos y mantiene los mismos costos fijos, se produce una espiral cada vez más grande de pérdidas.

El ciclo puede no darse siempre en la misma secuencia, pueden surgir factores extraordinarios desencadenantes, y también hay empresas con mayor respaldo patrimonial que otras como para soportar coyunturas desfavorables.

¿Cómo detectar el momento exacto en que se está gestando una crisis empresarial?

A lo largo del capítulo 5 se realizan una serie de pruebas sobre una muestra de 23 empresas con antecedentes de concurso preventivo y/o quiebra. Los factores que desencadenaron en las crisis empresariales fueron variados. Algunos observables con relativa facilidad, mientras que otros, dada la existencia de AI, no pudieron ser anticipados por quienes financiaban a estas empresas.

Puede haber diferentes factores que potencialmente generan una crisis empresarial, internos y externos, controlables y no controlables. En una primera etapa de la crisis se produce normalmente una pérdida de competitividad, ya que la empresa pierde la cualidad de producir bienes y/o servicios con un costo menor al precio de venta.

Esto deriva en la pérdida de rentabilidad, las ventas no cubren los costos, y la velocidad con que se produce esta pérdida puede ser sostenida financieramente o no por la empresa. Normalmente el paso siguiente son las dificultades financieras, y la situación se torna peligrosa cuando se producen recurrentes refinanciaciones de pasivos con tasas de interés elevadas.

La cesación de pagos se produce cuando ya no se pueden atender los compromisos de corto plazo. En caso que la empresa mantenga más activos que pasivo, la situación eventualmente puede llegar a manejarse. Cuando ello no ocurre, es decir que los pasivos superan a los activos estamos ya en situación de insolvencia.

Incluso si pudiéramos eliminar por completo la AI, algo que sabemos que en la práctica no es posible para la mayoría de las relaciones prestamista-prestatario, los factores que pueden desencadenar una crisis empresariales son tan variados y de diversa complejidad, que pretender incorporarlos a todos en un modelo predictivo, a priori parecería un proyecto de difícil cumplimiento.

## **Hipótesis VII**

**Se pueden elaborar esquemas simples de análisis de riesgo que pueden ayudar a detectar, pero no asegurar, situaciones que exponen riesgo de insolvencia futura.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Si bien son muy variadas las circunstancias que pueden derivar en la insolvencia empresarial, diversos modelos simples de análisis pueden actuar como sistemas de alerta para el análisis de riesgo.*

La realidad cotidiana nos indica que todos aquellos que realizan transacciones a crédito, de una forma u otra realizan algún tipo de análisis del riesgo de la transacción que están llevando a cabo. Existen esquemas de análisis totalmente informales y en los cuales el “olfato” del otorgante de crédito es quien decide la aprobación o no, hasta esquemas totalmente formalizados en base a manuales de procedimiento y pautas estrictas de controles cruzados.

En el capítulo 5 hemos analizado distintos tipos de análisis de riesgo realizados por entidades que evalúan a empresas pyme. En todos los casos evaluados se trata de esquemas más o menos formalizados pero que siguen un determinado procedimiento.

Si bien las formas evaluadas son diferentes y variadas, se pueden generalizar algunos aspectos respecto de las metodologías evaluadas:

- Prevalecen los esquemas de scoring simple sobre variables cuantitativas con el agregado de información cualitativa de variada profundidad y detalle;
- Se observa cierta tendencia a estandarizar y automatizar los esquemas de evaluación y a reducir la participación de analistas para los casos en los que surja algún tipo de alarma. Esto se observa especialmente en bancos;
- Existen parámetros de exclusión crediticia tanto en base a parámetros cuantitativos como cualitativos;
- Si bien la visita a la empresa es considerada clave, la frecuencia de las mismas es relativamente baja o incluso inexistente;
- Hay empresas que directamente tercerizan el análisis de riesgo en manos de profesionales supuestamente “expertos” en el tema;
- Los evaluadores de riesgo son conscientes de las limitaciones de las conclusiones que surgen de dichos informes de riesgo crediticio;
- Dada la limitación expuesta se pone énfasis en las garantías necesarias para determinado tipo de crédito.

En virtud del análisis realizado se puede concluir que:

- No existe una regla general para evitar la insolvencia. Sin embargo es posible aprovechar algunos modelos para detectar posibles circunstancias que se estén presentando en la empresa que pudieran empeorar con el paso del tiempo, al grado de llegar a la quiebra;
- A través del análisis discriminante múltiple que propone Altman y otros procedimientos y modelos similares para predecir la quiebra, es posible determinar si una empresa se encuentra en situación actual o en riesgo de insolvencia, pero no siempre proporciona el tiempo de alerta



suficiente como para que un prestamista pueda modificar sus decisiones de asistencia o racionamiento de asistencia financiera;

- Pueden elaborarse distintos modelos de scoring que se ajusten a las características de distintos sectores de actividad;
- Todos los modelos que se nutran básicamente de herramientas cuantitativas deben ser complementados con elementos cualitativos de análisis con el objeto de proporcionar al ejecutivo financiero una herramienta útil para toma de decisiones de otorgamiento o denegación de líneas de crédito;
- En el caso de empresas con reducida solvencia, factores coyunturales exógenos pueden muy rápidamente (de un ejercicio anual a otro) revertir resultados de modelos predictivos cambiando una calificación de empresa segura a empresa con alto riesgo de insolvencia.

## Hipótesis VIII

**La base de conocimiento sectorial y/o regional es el paso inicial necesario para poder elaborar a futuro un esquema nacional de calificación de empresas pyme.**

*En el marco de la investigación, no se han reunido elementos de análisis suficientes para poder confirmar o rechazar la hipótesis.*

*En la Argentina, dada su plataforma actual de sistema financiero, programas de asistencia pública y privada, y conjunto heterogéneo de empresas pymes, parecería apropiado pasar por un desarrollo de programas y propuestas que mejoren el acceso al crédito productivo a empresas pymes desde un enfoque sectorial, como paso previo a un desarrollo regional y finalmente a uno nacional.*

Las entidades financieras se sienten en una situación más confortable evaluando garantías que evaluando el riesgo de impago de empresas pymes, ya que por un lado les resulta más económico y por otro exige menor cantidad de conocimientos.

Naturalmente, las dificultades por riesgo de impago pueden reducirse mediante un buen diseño de contrato de garantía, pero al menos un componente, ya sea riesgo o costo se verá afectado.

La efectividad de las garantías depende de una serie de factores que incluyen el dominio de las formalidades jurídicas y prácticas de mercado necesarias para evitar a futuro problemas ante eventuales necesidades de ejecuciones de colaterales. Para ello existen prácticas generalizadas que no requieren el conocimiento específico de un mercado o tipo de negocio.

En cambio, la evaluación del riesgo de una empresa implica el conocimiento del mercado<sup>263</sup> en el que opera y/o la búsqueda de cierta información cuando no se conoce el mismo. Nos encontramos con gran

---

<sup>263</sup> Para la cual es necesario manejar las técnicas para análisis de mercados, entre las que se sugieren las desarrolladas por Porter (2000).

diversidad de actividades y segmentos de negocios diferentes dentro de cada mercado, y grados de riesgo e incertidumbre diferente ante la multiplicidad de factores que pueden impactar la actividad de una empresa en general y de una pyme en particular.

Dado que las garantías son un bien escaso para las pymes, y que la AI no puede eliminarse totalmente, se ha planteado la necesidad de ir generando una historia de transaccionalidad entre prestamista y prestatario como mecanismo de reducción del racionamiento y/o la autoexclusión del crédito.

De hecho es precisamente la transaccionalidad regular la que permite un mejor conocimiento entre prestamista y prestatario, y dentro de la cantidad de conceptos que pueden formar parte de una transaccionalidad, aquellas actividades que implican la compra y venta de productos en forma regular son las que brindan información valiosa respecto a la evolución de una empresa.

Las empresas industriales y comerciales que venden a crédito a su cadena de valor clientes, cuentan con información privilegiada a la hora de anticipar situaciones de crisis<sup>264</sup>. Sin embargo, la información con que cuentan las empresas industriales y comerciales respecto a sus clientes es reservada, y difícilmente puedan servir de base para un análisis sectorial. A lo sumo se concreta cierto intercambio de información a nivel de cámaras empresariales, pero siempre con limitaciones importantes en cuanto a la preservación de ciertos datos clave fundamentales para anticipar situaciones de insolvencia.

Dada su obligada vinculación con el sistema financiero, el esquema de sociedades de garantía recíprocas se perfila como la fuente que podrá abastecer a futuro a esta base de conocimiento sectorial. Pese a que la principal SGR del país es abierta y de momento creo que es poco lo que puede aportar a esta base sectorial, la mayor parte de las SGR, si bien se presentan como abiertas, operan en forma cerrada para su cadena de valor.

El sistema de SGR, si quiere crecer, deberá reconocer las fallas en las respuestas actuales de los agentes, y a priori, esto es más fácil de lograr en un ámbito sectorial o regional.

Según lo que se detalla en el capítulo 6, son precisamente las SGR especializadas en sectores determinados y/o en ciertas regiones del país, las que se vienen desarrollando muy bien y con buenas perspectivas de crecimiento. Se manejan con estructuras flexibles, apoyadas en la estructura comercial de los socios protectores y el conocimiento que tienen de los socios participes que forman parte de cada SGR.

Teniendo en cuenta, además, que las SGR pueden “elegir” a sus socios, parece razonable esperar que éstas, ya sean abiertas o cerradas, se desempeñen con más de eficiencia que las entidades financieras en la identificación de la calidad de los proyectos, y a su vez, al operar para la

---

<sup>264</sup> He tenido que trabajar en conjunto con bancos y líneas de factoring “sin recurso” para una cartera de clientes y era notable la diferencia de conocimiento respecto a la salud financiera de las empresas a favor de la empresa industrial que “aseguraba” su riesgo de crédito con el banco.

monetización con bancos y mercado de capitales, facilitan la creación de la transaccionalidad para los participantes con mayor grado de asimetría informativa.

No he podido encontrar y por ende no he podido evaluar antecedentes de algún proyecto a nivel nacional para calificación de empresas, salvo el proyecto de Central de Balances del BCRA, que muy resumidamente se expone en el capítulo 5.

El lograr un único balance por empresa para ser utilizado en distintos sectores y entes de la economía generará al menos dos ventajas:

- Reducir costos de preparación y obtención de información
- Armar una base de datos que permite generar información comparativa a nivel sectorial

Parece ser una muy buena idea que llevará su tiempo de implementación y de pronóstico reservado de éxito considerando el estado actual del sistema financiero argentino y del mercado de créditos.

Si bien no existen elementos como para validar la hipótesis de pasar por un marco sectorial o regional como paso previo a algún tipo de esquema de calificación nacional, considero que la enorme dificultad que implica pasar de no tener esquema alguno a intentar cubrir directamente el espacio nacional es un factor que alienta a pensar que lo que plantea la hipótesis sería el camino correcto a recorrer.

Por lo expuesto, considero que en la Argentina, dada su plataforma actual de sistema financiero, programas de asistencia pública y privada, y conjunto heterogéneo de empresas pymes, debemos pasar por un desarrollo de programas y propuestas que mejoren el acceso al crédito productivo a empresas pymes desde un enfoque sectorial, como paso previo a un desarrollo regional y finalmente a uno nacional.

## Capítulo 6

### **Análisis de sistemas de garantía y programas de apoyo a pymes aplicados en el mundo**

Son numerosas y variadas las políticas de los distintos países buscando contrarrestar el problema de asimetría de información y consecuente racionamiento del crédito al que especialmente se ven sometidas las empresas más pequeñas.

En este capítulo se analizan diversos sistemas de garantías y programas de apoyo a pymes utilizados en distintos países, procurando detectar aquellos que han tenido éxito y evaluar su aplicabilidad en la Argentina.

Dado el objetivo general del trabajo, el foco se centra en los programas y esquemas de garantía con el objeto de facilitar el acceso al crédito para el segmento de empresas pyme.

Los países que impulsaron modelos exitosos procuran fomentar la conformación de “redes empresariales” que integren grandes y medianas empresas con empresas más pequeñas de un sector determinado (y sectores conexos). En paralelo, para crear las condiciones propicias de desarrollo, estos países procuran establecer contextos institucionales favorables, con participación selectiva pero activa del Estado (a través de sus diferentes niveles y organismos), que actúa típicamente en temas como desarrollo de recursos humanos (educación), promoción de emprendedores (creación de nuevas firmas), normativa y estandarización (implementación de sistemas de calidad) y difusión de información. El desarrollo de un clima de negocios estable, previsible y pro-inversión es una condición necesaria para que los procesos de industrialización prosperen.

En la selección se distinguen países de muy alto desarrollo económico, social e industrial (Italia, EE.UU., Japón), países que alcanzaron un alto nivel de desarrollo hace relativamente menos tiempo (España) y países con niveles de desarrollo económico, social e industrial en general comparables o asimilables al caso argentino (Chile, Brasil).

El acceso al crédito para todas las empresas en general requiere de un buen funcionamiento de los sistemas financieros. Pero la heterogeneidad del segmento pyme, tanto por factores sectoriales, regionales y culturales, requiere, que a nivel microeconómico, se creen instituciones que operen en forma eficiente, rentable, que generen adicionalidad a la economía y que tengan una adecuada cobertura de las necesidades de las empresas participantes.

Considerando entonces la plataforma de país que ofrece la Argentina, y las herramientas actualmente disponibles, es que se analiza con más

profundidad el esquema de SGR y se desarrolla una serie de propuestas que pueden ayudar a mejorar el funcionamiento actual.

*El objetivo particular del capítulo es analizar sistemas de garantías y programas de apoyo aplicados en el mundo, e incluye el análisis de la siguiente hipótesis:*

- *Hipótesis IX: Los sistemas disponibles actualmente, tal como están planteados en sus respectivos países, no son exactamente replicables dado que no se ajustan a la realidad de la Argentina.*

## **6.1) Introducción al caso Argentino**

El contexto que generó el Plan de Convertibilidad lanzado en abril de 1991, con una estabilidad absoluta de precios a partir de 1992, permitió retomar en la agenda de la política económica la atención de la problemática de las empresas productivas argentinas que se encontraban en una situación difícil producto del cambio abrupto de pasar de una economía cerrada e inflacionaria a otra muy abierta con estabilidad absoluta de precios. Muchas pymes se vieron expuestas a la importación masiva, en muchos casos aún subfacturada, y otras acciones de competencia desleal.

Uno de los primeros pasos dados para atender la problemática de las pymes consistió en el restablecimiento de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa<sup>265</sup> dentro de la estructura de la Secretaría de Industria en el año 1992.

Las primeras medidas de orden práctico que se adoptaron fueron el restablecimiento de una línea de crédito canalizada a través del sistema financiero, con fondos provenientes del Tesoro Nacional que se licitaban entre aquellas entidades financieras interesadas en distribuir esos recursos a proyectos presentados por las Pymes clientes de cada institución. El decreto 2586/92 reglamentó la mecánica de su aplicación.

Esta línea despertó inicialmente un gran interés por la diferencial de tasa entre esta y el promedio de la tasa activa que regía en aquel entonces en el mercado financiero argentino. Luego, a medida que fue descendiendo la tasa de mercado, unido a las dificultades prácticas en varios de los bancos que participaron del programa, hicieron que el interés de los empresarios por acceder a estas líneas fuera mermando. Tampoco hubo decisión de dotar la línea con los recursos suficientes, por lo que la asignación de fondos se vio sometida a los mismos avatares que toda partida presupuestaria tiene en la discusión y confección del Presupuesto Nacional.

Junto a esta acción, se buscó la reactivación de las líneas de crédito provenientes de los acuerdos con Italia y España, que en su momento, año 1986, fue el primer instrumento específico puesto a disposición de las pymes, y con condiciones de crédito inusuales para el mercado argentino: plazos de 15

---

<sup>265</sup> Actualmente Sepyme

años, 5 años de gracia, tasa de interés 3,75% anual y blandos requerimientos de garantía. Luego la excesiva politización y burocratización del trámite de asignación y adjudicación de los créditos demoraron hasta el hartazgo su implementación hasta terminar desalentando a los países que ofrecían estas líneas, que resolvieron no renovarlas.

Con el tiempo, la subsecretaría pyme pasa a rango de secretaría de estado, a través del Decreto nro. 943/97, dentro del marco de la Ley 24.467 sancionada en marzo de 1995, con el objeto de promover el desarrollo de empresas pymes de todo el país. Estamos hablando solo de quince años hasta nuestro actual año 2010, lo cual es muy poco tiempo en comparación a los años de experiencia de diversos modelos internacionales de asistencia a pymes.

En relación al tema del financiamiento, la Secretaría Pyme ha centrado su esfuerzo inicial en dos herramientas que consideraba clave:

1. Líneas de crédito con tasas preferenciales tanto para nuevas inversiones como para capital de trabajo;
2. La creación de Sociedades de Garantía Recíprocas, que faciliten el acceso y la vinculación al sistema bancario.

Inicialmente se organizó una oferta de cincuenta y dos líneas de crédito diseñadas en teoría para atender las necesidades específicas y diferentes del conjunto heterogéneo de pymes y sus distintas actividades empresariales. Estas líneas provenían de fondos del BID, licitación de fondos públicos para que los bancos los apliquen a proyectos pymes (asignación de fondos por tasa más baja trasladada a empresas), líneas de crédito con destinos diversos distribuidos a la banca privada y oficial a través del BICE, y finalmente líneas de financiación de largo plazo con fondos que provienen de acuerdos bilaterales con otros países.

En términos generales, las líneas ofrecidas tuvieron escasa repercusión, ya que las pymes mostraron renuencia a endeudarse tanto por el factor impredecibilidad de Argentina (pese a estar en un periodo extenso de estabilidad), la complejidad de cláusulas de conversión de moneda, tasas flotantes variables sujetas a variables de difícil predictibilidad y fundamentalmente el tema de las garantías exigidas.

En general las propuestas del sector público no han encontrado la respuesta esperada en el sector empresario pyme, y esto se observa desde los inicios de la creación de una estructura pública de apoyo a las pymes allá por el año 1985. Son variadas las opiniones, y dejando fuera de análisis una eventual falta de transparencia para el acceso a ciertos programas o líneas de crédito atractivas, hay coincidencia en tres causales básicas que complican la receptividad de los programas de apoyo:

- problemas de comunicación
- falta de claridad en el alcance de las medidas
- dificultades de implementación

En la actualidad, sigue siendo la Sepyme<sup>266</sup>, a través de la Dirección Nacional de Asistencia Financiera (DINAF), quien ejecuta una serie de programas y líneas de trabajo que focalizan su atención en facilitarle a las Pequeñas y Medianas empresas el acceso al crédito.

El Fondo Nacional de Desarrollo para la Mipyme (Fonapyme) brinda financiamiento a mediano y largo plazo a pymes para estimular nuevas inversiones productivas y la consolidación de nuevos proyectos, con el propósito de generar el desarrollo de las pymes argentinas para que se adapten a diferentes alternativas de producción, creación de empleo, fortalecimiento de proveedores locales, difusión de nuevas tecnologías, y en general, para un desarrollo económico local que conlleve un efecto multiplicador en la competitividad de nuestro país.

A nivel de crédito bancario a corto y mediano plazo para capital de trabajo, bienes de capital y proyectos de inversión existe el Régimen de bonificación de tasa de interés (RBT). El Régimen de Bonificación de Tasas (RBT) es un programa que tiene como objetivo facilitar el acceso al financiamiento competitivo de las pymes argentinas, ofreciendo una bonificación sobre la tasa de interés que establecen las entidades financieras. El Programa busca además favorecer de manera especial a las pymes radicadas en regiones de menor desarrollo económico relativo, ofreciendo de este modo, bonificaciones diferenciales

A nivel de crédito bancario a mediano y largo plazo para bienes de capital y proyectos de inversión existe el Programa global de crédito a las mipymes (PGC). El Programa Global de Crédito, financiado con recursos provistos por el BID, ofrece créditos a pymes para la compra de bienes de capital, proyectos de inversión y la construcción de establecimientos productivos y de almacenamiento, a través de entidades bancarias.

Desde la Sepyme se fomenta el acceso al financiamiento bancario a través de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), tema que se desarrolla en forma puntual más adelante. Para apuntalar el esquema de SGR se creó el Fondo de garantía para la pequeña y mediana empresa (Fogapyme), que es un programa creado con el objeto de otorgar garantías en respaldo de las que emitan las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) y los Fondos Provinciales, Regionales o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, es decir, otorgar refianzamientos. En sectores o regiones sin cobertura suficiente de Sociedades de Garantía Recíproca, puede ofrecer garantías directas a las entidades financieras acreedoras de las micro, pequeñas y medianas empresas y formas asociativas, a fin de mejorar las condiciones de acceso al crédito. Un resumen del esquema de garantías vigente en la Argentina se resume en la siguiente tabla:

---

<sup>266</sup> Por decreto 964/2010 pasa a ser nuevamente Secretaría y pasa a llamarse SUBSECRETARIA DE PROMOCION AL FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.

Tipología del SNG	Sistema mutualista
Personalidad jurídica	Persona jurídica de derecho público
Año constitución	1995
Ámbito	Nacional
Legislación específica	Si
Reafianzamiento	Si <sup>267</sup>
Supervisión bancaria	BCRA sólo sobre garantías
Aplicación norma bancaria	No
Recursos	Privados
Organismos de contralor	Sepyme
Tipología principal de garantías	Financieras a corto plazo
Modalidad de concesión de garantía	Individuales
Volumen de créditos garantizados / garantías	El nivel de apalancamiento está por debajo del nivel máximo permitido de 4
Definición empresa pyme	Ver capítulo I

También existen otros programas fuera de los que son exclusivamente financieros.

En el área de asistencia técnica existen programas de mejora de competitividad, apoyo a empresas para proyectos de desarrollo empresarial (PDE), apoyo a los sistemas productivos locales (PACC), apoyo a la actividad emprendedora. En teoría debiera funcionar una Plataforma Institucional con el objetivo de consolidar una estructura de asistencia a las pymes que permitan implementar de manera descentralizada los instrumentos de política pública de apoyo a las empresas en todas las regiones del país.

Existen también programas para fomentar la capacitación en las empresas como el crédito fiscal para capacitación, régimen por el cual las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) pueden capacitar a sus cuadros gerenciales y gastos incurridos. El objetivo es que las pymes capaciten a sus recursos humanos, en las temáticas que consideren necesarias y recuperen los gastos en forma sencilla y rápida. Los empresarios o su personal pueden participar en actividades tales como cursos, seminarios, congresos, postgrados, conferencias, diplomaturas, tecnicaturas, y toda la oferta pública de capacitación para pymes. Las actividades de capacitación, incluyen la capacitación teórica y práctica, y cualquier metodología conocida, cerradas o in company y las ya descritas, actividades abiertas o públicas. Los empresarios eligen a los docentes y las unidades capacitadoras (UCAPs) que consideren idóneas.

También está disponible el programa Nacional de Capacitación, que es un programa a través del cual los cuadros empresarios y gerenciales de pymes pueden recibir capacitación gratuita, a través de una Institución sin fines de lucro encargada de la organización, presentación y ejecución del proyecto ante la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional

<sup>267</sup> Existe Fogapyme, fondo creado para reafianzamiento del esquema de SGR, pero el mismo si bien está operativo, aún no cumple el rol de reafianzamiento para el que fue creado.



(Sepyme). Esa institución, Unidad Capacitadora (UCAP), presentará un proyecto de capacitación (PROCAP) ante la Sepyme, que realizará una evaluación del mismo en sus aspectos formales y técnico-pedagógicos. Una vez aprobado y ejecutado el programa de capacitación, y efectuada la rendición de gastos, la unidad capacitadora recibirá un pago en concepto de reconocimiento, por los gastos erogados en honorarios de docentes. En ningún caso ese pago podrá exceder la suma de 8 mil pesos por proyecto, pudiendo presentar cada unidad sólo hasta 10 proyectos por año calendario.

Por otro lado, la Dirección Nacional de Desarrollo Regional, Sectorial y Comercio Exterior procura promover acciones en el territorio, interactuando con los distintos actores en el desarrollo económico local, a fin de impulsar la expansión y diversificación de la estructura productiva en las regiones menos desarrolladas y actuando sobre la concentración de la demanda de los instrumentos disponibles en la Sepyme en las zonas de mayor desarrollo económico. Para ello existe la red de agencias, que es una herramienta para la integración regional y sectorial de las pymes, cuya misión es brindar asistencia homogénea y promover el desarrollo económico local. La Red de Agencias constituye una plataforma institucional de gestión, información y soporte, que contempla la visión local y promueve, a través de las agencias, la vinculación entre las pymes y esta Subsecretaría.

Finalmente el programa de Sistemas Productivos Locales brinda apoyo técnico y financiero dirigido a pymes que constituyan bloques productivos, o que integren otros tipos de articulación vertical u horizontal. El desarrollo de Complejos Productivos permite aprovechar la heterogeneidad de las industrias locales del mismo sector y región, mejorando la capacidad de innovación, la absorción y la difusión de nuevas tecnologías, para integrar el entramado productivo nacional.

A lo largo del tiempo las provincias han ido diseñando diferentes políticas de apoyo a las pymes en distintas áreas de asistencia. Estas políticas no siempre están coordinadas con políticas y medidas desarrolladas por el gobierno nacional y sus diferentes organizaciones intermedias. Esta falta de coordinación de políticas marca una diferencia en relación a los casos exitosos de políticas de apoyo a pymes a nivel internacional.

Pese a la atractiva propuesta que ofrecían los programas, muchos no llegaron a cubrir los cupos específicos destinados para cada uno de ellos.

Si bien todos los programas precedentemente mencionados en teoría son accesibles por todas las pymes del país, en la práctica su difusión es escasa y es complicada su accesibilidad. En particular, los programas cuya accesibilidad se organizaba a través de agencias de desarrollo local y/o secretarías y direcciones de gobiernos provinciales, mostraron en la práctica serias dificultades de accesibilidad.

La siguiente tabla resume los resultados de un trabajo de campo desarrollado durante el año 2006 con el objeto de investigar los programas de apoyo a pymes vigentes tanto a nivel nacional como provincial.

Conceptos de estudio	Comentarios – detalle
Área de asistencia	Financiera, Capacitación, Créditos fiscales, articulaciones cadena de valor, comercio exterior, asistencia técnica.
Jurisdicción	Provincial y/o nacional
Organismos intervinientes	Sepyme <sup>268</sup> , Adimra, Afip, BICE, Cancillería, Consejo Federal de Inversiones, Fundaciones varias, Corporación Buenos Aires sur, Gobiernos provinciales de Córdoba, Santa Fe, Mendoza, Provincia de Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
Condiciones de las líneas financieras	Para todo tipo de necesidad, desde capital de trabajo hasta proyectos de inversión, tasas en \$ bonificadas desde niveles cercanos al 6% anual, plazos variables según tipo de asistencia
Accesibilidad	Teóricamente amplia. En la práctica se observaron dificultades de acceso a través de agencias de desarrollo locales y/o direcciones, secretarías y subsecretarías de gobierno.
Monto de la asistencia disponible	Desde \$ 30 mil para microemprendimientos hasta \$ 1 MM (excepto línea BICE prefinanciación exportaciones hasta U\$S 1 MM (a nivel de límite individual). A nivel de programa global, el de mayor volumen es el Régimen de Bonificación de Tasas con un monto global superior a los \$ 500 MM. El resto de los programas siempre están por debajo de los \$ 100 MM.

Nota: fuente propia

## 6.2) Políticas y Programas disponibles en el mundo

En la búsqueda de las mejores prácticas a nivel mundial para poder ser replicadas en la Argentina, se orienta el relevamiento hacia aquellos países con mayor experiencia positiva en programas de asistencia a pymes, con foco en lo financiero, dado el objetivo principal de esta tesis doctoral. A tal efecto se seleccionan prioritariamente los casos de Japón, EEUU y Europa para analizar la relación del sistema financiero con las pymes y los programas y/o esquemas de garantía establecidos para afianzar tal relación.

Antes de iniciar el análisis particular de cada tipo de programa, resulta importante clarificar algunos conceptos generales sobre los distintos esquemas de garantía utilizados.

**ESQUEMA DE GARANTIAS** es el término genérico para designar la institucionalidad bajo la cual se ejecuta y desarrolla la actividad de la garantía en un territorio en base a su objeto social, institucional, normativo u operativo. Se clasifica en tres categorías, formas o modelos con la siguiente definición elaborada por Pombo (2004):

- **SOCIEDADES / ENTIDADES / INSTITUCIONES DE GARANTÍAS:** es la forma legal (sociedades/entidades/instituciones) bajo cuyo esquema se ejecuta y desarrolla directamente la actividad de otorgar garantías en un territorio en base a su objeto social, institucional, normativo y operativo, generalmente específico y exclusivo.
- **PROGRAMA DE GARANTIAS**<sup>269</sup> la actividad de la garantía se realiza con recursos públicos, administrados por terceros: a través de una

<sup>268</sup> Sepyme en el año 2006 era tenía rango de Subsecretaría (Ssepyme).

<sup>269</sup> En relación a los programas de garantías se confunde por su denominación en determinados usos. Por ejemplo se denominan Fondos de Garantías a Programas de Garantías nacionales y/o regionales solo porque los recursos se instrumentan, bajo la denominación de Fondo de Garantía, pero en definitiva esos recursos para garantías, finalmente están instrumentados a través de una agencia estatal, regional, banco, ministerio, sociedad pública, etc. Por ejemplo:

agencia estatal/regional de desarrollo, de un Ministerio, de un Banco Central, de un Banco de desarrollo, de una sociedad pública o institución pública, etc. mediante unas normas o programas institucionales.

- **FONDO DE GARANTIA** es una dotación o provisión de recursos financieros que dan cobertura de garantías a una cartera de operaciones con unas características determinadas.

En la siguiente tabla se resumen las características principales que permiten una distinción entre fondos, programas y sociedades de garantías:

#### Formas o Modelos de Sistemas de Garantías

	Fondo de Garantía	Programa de Garantía	Sociedad de Garantía
Qué son?	Depósitos de recursos que respaldan operaciones financieras	Fondos administrados a través de una agencia estatal	Sociedades mercantiles y/o entes con personalidad jurídica: 2 clases: a) corporativas, b) mutualistas
Fuentes de recursos	Estatales o de cooperación internacional		Públicos y privados
Ámbito	Local, regional o estatal		
Requiere legislación específica	No	normas	Si
Cobertura	50%	50-90%	70-100%
Gestión crediticia	Delegada a entidades financieras		Analiza el crédito, realiza el seguimiento, asume la mora y cobra
Ponderación del crédito avalado	100%	0 a 100%	0 a 100%
Usuario	No fidelizado		Fidelizado
Actividad	Baja	Media	Alta

Fuente: Pombo (2004)

Por otro lado y a los efectos de completar el glosario de términos en relación a los temas que nos ocupa, se agregan las siguientes definiciones:

- **FEDERACION / ASOCIACION DE GARANTIA:** es un grupo homogéneo de sociedades / entidades / instituciones bajo la forma de una red gremial (sectorial) profesional en un territorio (regional, nacional, internacional, etc., por ejemplo CESGAR en España)
- **SISTEMA DE GARANTÍA:** es el conjunto de entes/instituciones que conforman la actividad de la garantía en un territorio (normalmente nacional) bajo un marco legal o normativo determinado y específico.

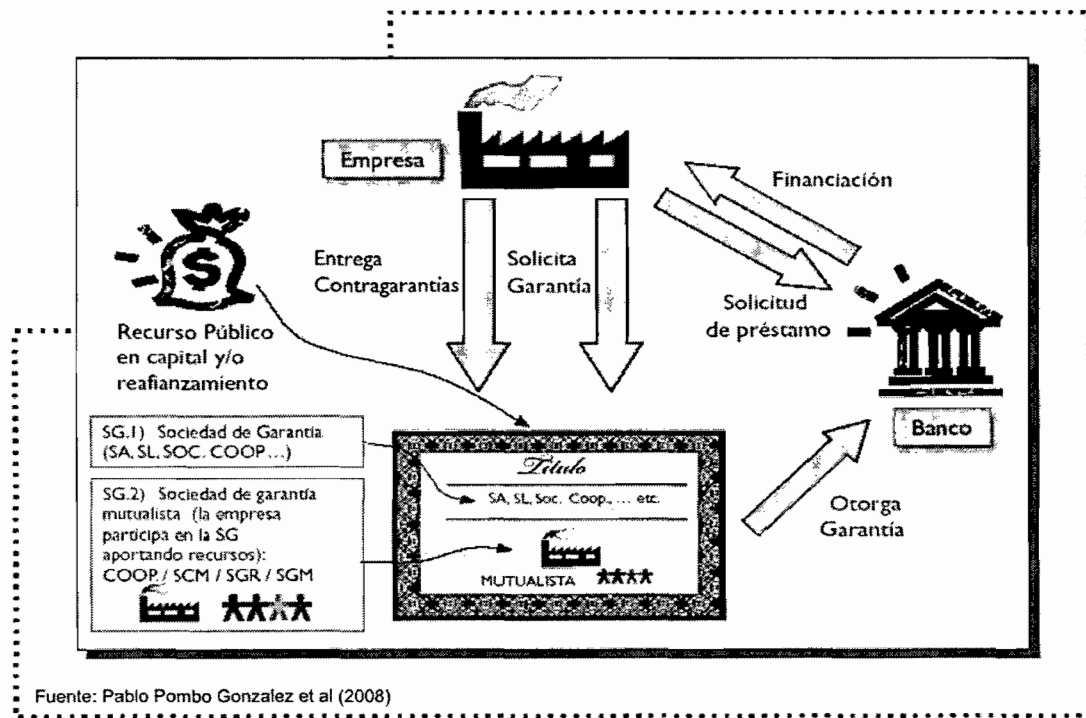
Existen dos modelos básicos de sistemas de garantía:

El Sistema de garantía de carácter mutuo, en que una compañía privada, otorga una garantía a favor de una Pyme frente al prestamista, normalmente un banco. La compañía respalda el pago del crédito, tanto el capital como los intereses, para el caso de incumplimiento por parte del tomador del préstamo. El sistema se considera de carácter mutuo cuando los socios de la sociedad garante o, al menos en una gran parte, son también Pymes, que se benefician de la garantía bajo una filosofía de autoayuda.

---

los Fonds Public Roumain de Garantía, en Austria AWS, en Italia Medio Crédito Centrale, BBMKB en Holanda, SBR en Reino Unido, SBA en EEUU, NAFIN en México, FOGAPE en Chile, etc.

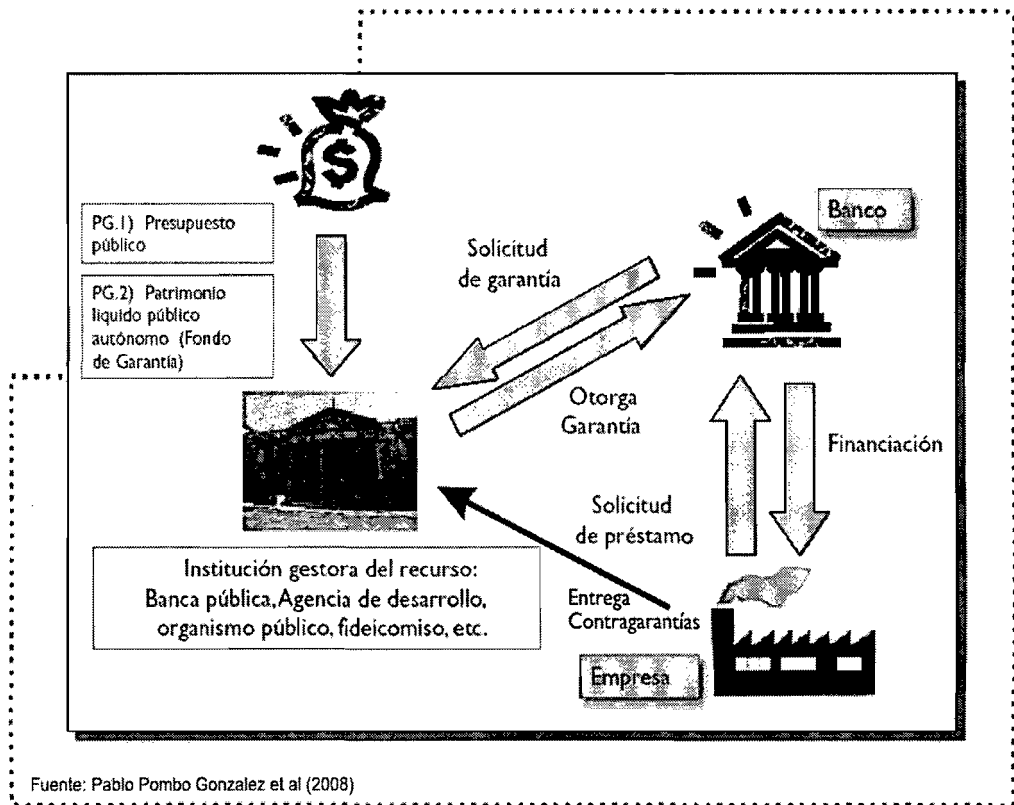
## ESQUEMA BÁSICO DE SOCIEDAD DE GARANTIA



Fuente: Pablo Pombo Gonzalez et al (2008)

Y los Sistemas de garantía públicos (SGP), en donde una Administración Pública otorga una garantía, normalmente a través de un Fondo de Garantías, a favor de una PYME frente al prestamista, como en el caso anterior, normalmente un banco. En este tipo de sistema la administración pública respalda el pago del crédito íntegro, capital e interés, frente a un eventual incumplimiento por el prestatario. Por lo general la aplicación de los sistemas de garantías públicos es más limitada que la de los sistemas de garantía de carácter mutuo, ya que forman parte de programas específicos financiados por el sector público, o se aplican a mercados o áreas geográficas definidas.

## ESQUEMA BÁSICO DE PROGRAMA DE GARANTÍA



Más allá de las definiciones utilizadas, nos interesa evaluar estos dos tipos de sistemas de garantía (sociedades y programas de garantía), los cuales se pueden considerar intermediarios financieros (no en el sentido de una entidad financiera), que facilitan la conexión entre la oferta y la demanda del crédito para impulsar el acceso de la pyme a la financiación, en un espacio compartido por micro y pymes, sector financiero y sector público.

Las sociedades de garantía se desarrollan a través de dos modelos:

- Asociativo-mutual-cooperativo con recursos mixtos, cuya garantía es individual: el usuario está "fidelizado" con el ente, solicita las operaciones y paga sus costos directamente a la sociedad de garantías recíprocas (SGR).
- Corporativo con recursos mixtos predominantes del sector público, cuya garantía es individual: el usuario está "fidelizado" con el ente, a través de instituciones, asociaciones o empresas de carácter público, solicita las operaciones y paga sus costes a la corporación de garantía.

Otras características de las sociedades de garantías son las siguientes:

- Su ámbito puede ser provincial, regional o estatal;

- Requiere legislación específica, calificación como entidad financiera e integración en el marco de control y supervisión de la superintendencia de cada sistema financiero;
- Realiza las labores de análisis y concesión de la garantía al usuario frente al crédito de las entidades financieras;
- La garantía es individual: el usuario está asociado o “fidelizado” con el ente (solicita y paga directamente a la SGR);
- Asume morosidades y falencias y se encarga directamente de la actividad de recuperación de fallidos.

Dada las características del sistema de garantías aplicado en la Argentina, nos interesa en especial entender el concepto de las Sociedades de Garantía Reciproca. Según la definición de Pombo (2004), las Sociedades de Garantía Mutua o Reciproca “son las iniciativas comunes de un grupo de micro y pymes independientes y/o sus organizaciones representativas, dirigidas a conceder una garantía colectiva a los créditos otorgados a sus miembros, participando en la formación, sostenibilidad y toma de decisiones y gestión del esquema junto con otros socios, en su caso, públicos y financieros. La filosofía se basa en el mutualismo de la responsabilidad, la toma de decisiones de las partes, el cumplimiento de las reglas de la competencia y de la economía de mercado. No obstante pueden obtener y reciben apoyo público.”

Salvo situaciones muy puntuales, como algunos sistemas concretos en Europa, el sistema de garantía de Japón y la Small Business Administration (SBA) de los EE.UU., se puede afirmar que, en gran parte de los países, los sistemas/esquemas de garantía son una expresión de la década de los noventa.

En el conjunto de la Unión Europea junto con Islandia, Liechtenstein, Noruega y Suiza, (Europa-19) existen más de veinte millones de empresas privadas no agrarias, las cuales proveen de empleo a cerca de 122 millones de personas. La mayoría de estas empresas son pequeñas y medianas empresas (definidas como empresas con menos de 250 empleados)<sup>270</sup>, que dan empleo a dos terceras partes del total de ocupados. El 93% de las pymes son *microempresas* (con menos de 10 trabajadores), las cuales proporcionan empleo a una tercera parte de la población ocupada.

De media, la empresa europea da empleo a seis trabajadores, aunque esta cifra obviamente varía en función del tamaño de la empresa. La media de ocupados en las microempresas es de dos empleados, mientras que en las grandes empresas la media supera los mil empleados.

El tamaño medio de la empresa europea (Europa-19) es inferior al tamaño medio de la empresa estadounidense y japonesa. Mientras que entre los países miembros de Europa-19 las diferencias del tamaño medio de las

---

<sup>270</sup> Microempresas: con menos de 10 trabajadores; Empresas pequeñas: tienen entre 10 y 49 trabajadores; Empresas Medianas: tienen entre 50 y 249 trabajadores. El tamaño de las empresas europeas también puede medirse por su volumen de producción. En efecto, mientras que la producción media de las pymes es de unos 200.000 euros, la de las grandes empresas se eleva a 255 millones de euros.

empresas viene explicado por la prosperidad económica, no así las diferencias con Estados Unidos y Japón. La significativa diferencia entre los tamaños medios empresariales puede venir explicada por los siguientes factores:

- USA y Japón tienen un sector servicios más desarrollado
- Factores culturales, sociales e históricos
- El mercado interior en USA y Japón es mayor que en Europa, en los cuales las diversidades sociales, culturales y lingüísticas son bastante inferiores a las de Europa.
- Los mercados de capitales están menos fragmentados que en Europa
- En Europa existen mayores barreras para la adquisición y concentración de empresas.

A continuación se desarrolla un resumen de programas de apoyo a pymes en general y sistemas de garantía en particular en:

- Estados Unidos de América
- Europa (en general), España e Italia (en particular)
- Japón
- Brasil
- Chile

## Estados Unidos

La Small Business Administration (en adelante SBA) es una institución creada en 1953 que opera en forma descentralizada para asistir a las pequeñas y medianas empresas norteamericanas en el acceso al financiamiento, entrenamiento, consejería y asistencia técnica<sup>271</sup>.

Un negocio se considera "pequeño" si no excede las normas de tamaño establecidas por la SBA. Las normas de tamaño están basadas en la cantidad promedio de empleados durante los 12 meses anteriores o en el promedio de ventas en los tres años anteriores. Las normas de tamaño actuales son:

- Manufactura - de 500 a 1,500 empleados, dependiendo de la industria;
- Venta mayorista - 100 empleados para programas de financiamiento (500 para programas de asistencia en obtención de contratos);
- Servicios - de U\$S 4 millones a U\$S 29 millones en ingresos anuales promedio, o 1,500 empleados, dependiendo de la industria;
- Venta al detalle - de U\$S 5 millones a U\$S 24.5 millones en ingresos anuales promedio, dependiendo de la naturaleza del negocio;
- Construcciones especiales - U\$S 11.5 millones en ingresos anuales promedio;
- Agricultura - de U\$S 500 mil a U\$S 9 millones en ingresos anuales promedio.

---

<sup>271</sup> La pyme en EEUU es definida como cualquier negocio industrial, comercial o de servicios que ocupe menos de 500 personas considerando a la empresa en su conjunto.

Entre los requisitos que exige la SBA para calificar a sus avales se incluye:

- Buena reputación;
- Experiencia gerencial y compromiso necesarios para tener éxito;
- Contribución personal razonable y patrimonio personal o del negocio que, junto con los fondos del préstamo, le permitan al prestatario operar el negocio de forma sólida desde el punto de vista financiero<sup>272</sup>;
- Plan de negocio factible;
- Suficiente patrimonio o inversión en el negocio;
- Suficiente propiedad colateral;
- Capacidad para pagar el préstamo a tiempo a partir de la proyección de flujo de efectivo operacional.

En relación a las características de pymes, al igual que en muchos otros países, tienen una mayor proporción de capital propio en comparación con las grandes empresas, lo cual puede constituir una limitante para el crecimiento de las firmas.

El objetivo principal de las acciones de la SBA está orientado a facilitar el acceso de las pymes<sup>273</sup> al financiamiento bancario. La SBA establece los lineamientos para los préstamos mientras los socios de la SBA (prestamistas, Organizaciones de Desarrollo Comunitarias e Instituciones que otorgan Micro préstamos) hacen los préstamos a los pequeños negocios. Algunas características centrales de los programas de la SBA son las siguientes:

- Los programas de la SBA se tramitan descentralizadamente;
- El Programa de Garantía de Préstamos 7(a)<sup>274</sup> es el principal programa de préstamos de la SBA;
- La SBA tiene fundamentalmente cuatro programas de préstamos e inversión en acciones ordinarias: el Programa de Garantía de Préstamos 7(a)<sup>275</sup>, el Programa de Micro préstamos 7(m), el Programa de Préstamos de Compañías de Desarrollo Certificado 504 y el Programa de Compañías de Inversión en Pequeños Negocios;

---

<sup>272</sup> Para nuevos negocios debe incluir recursos para absorber los gastos asociados con el inicio del negocio, así como los gastos operacionales de la primera fase.

<sup>273</sup> También existe clasificación para microempresas. En todos los casos también clasifican por tamaño de la deuda que contrae la empresa.

<sup>274</sup> Para tener derecho a una garantía de la SBA, un pequeño negocio tiene que ajustarse a los criterios que rigen dicha garantía 7(a), y el prestamista tiene que certificar que no puede proporcionar los fondos bajo términos razonables sin la garantía de la SBA. La agencia entonces puede garantizar hasta 85 % en préstamos de hasta 150 mil U\$S y 75 % en préstamos mayores. El préstamo mayor que la SBA puede garantizar es de 2 MM U\$S, y la garantía máxima que la SBA puede proporcionar es de 1 MM U\$S, aunque existen algunas excepciones. Al garantizar el préstamo, la SBA le asegura al prestamista que, en caso de que el prestatario no pague el préstamo, el gobierno le reembolsará su pérdida por una cantidad igual al porcentaje garantizado por la SBA. Sin embargo, el prestatario continúa legalmente obligado a pagar el préstamo.

<sup>275</sup> El Programa de Garantía de Préstamos 7(a) es el principal programa de préstamos de la SBA. Es también el más flexible, ya que, bajo el mismo, la agencia puede garantizar financiamiento para una variedad de propósitos empresariales generales. Para que un negocio tenga derecho a un préstamo garantizado por la SBA, tiene que funcionar con fines de lucro y no exceder las normas de tamaño de la SBA. Algunos tipos de negocio no tienen derecho a estos préstamos, entre ellos, los que se dedican a realizar préstamos, construcción de inmuebles, inversiones o especulación. Tampoco tienen derecho los negocios piramidales, de juego, u operaciones ilícitas. Todos los préstamos tienen que ser para un objetivo empresarial sólido.



- Como herramientas que facilitan la descentralización es importante destacar la participación de los microprestamistas <sup>276</sup> y de los intermediarios<sup>277</sup> para la precalificación de proyectos.

El programa o estructura para el pago de un préstamo depende del uso de los fondos y la capacidad de su negocio para pagar. En general los términos son de 5 a 10 años para capital activo; y hasta 25 años para activos fijos tales como la compra o renovación importante de inmuebles o la compra de equipo (no puede exceder la vida útil del equipo).

Los Programas de préstamos de la SBA están generalmente dirigidos a fomentar términos más largos para el financiamiento de los pequeños negocios, pero los términos de pago actuales están basados en la capacidad de pago, el uso que se les dará a los fondos del préstamo y en la vida útil de los activos financiados. Sin embargo los plazos máximos de los préstamos han sido establecidos: en 25 años para los bienes raíces así como para equipo y generalmente 7 años para capital de trabajo.

Los préstamos para capital de trabajo no serán mayores de 7 años, excepto cuando requieran más tiempo de vencimiento (mayor de 10 años) para asegurar el pago. El vencimiento máximo de un préstamo usado para financiar activos fijos aparte de bienes raíces estará limitado a la vida útil de estos activos- pero en ninguna circunstancia excederá a los 25 años. El préstamo a 25 años generalmente se usará en la compra de terrenos y edificios o el refinanciamiento de la deuda incurrida en la compra. Cuando las instalaciones de un negocio se van a construir o a ser renovadas significativamente, el tiempo de la construcción será añadido a los 25 años del préstamo.

La tasa de interés es negociada entre el prestamista y el prestatario pero toma como referencia la tasa máxima de la SBA la cual está vinculada a las tasas primarias. Los intereses pueden ser fijos o variables. Los préstamos con intereses fijos de 50 mil U\$S o más no pueden exceder la tasa primaria más (Prime<sup>278</sup> plus) 2.25 por ciento si el vencimiento es menor de 7 años, y la tasa primaria más el 2.75 por ciento si el vencimiento es de 7 años o más.

<sup>276</sup> Cada micro prestamista tiene sus propios requisitos para préstamos y créditos. Sin embargo, los propietarios de las empresas que están considerando solicitar un micro préstamo deben saber que estos prestamistas generalmente requieren algún tipo de garantía real y la garantía personal del dueño del negocio que vaya a pagar el préstamo. Se alienta a empresarios y dueños de pequeñas empresas a presentar las solicitudes de micro préstamos ante el micro prestamista intermediario de su zona. Los micro prestamistas están ubicados en 46 estados de los 50 estados existentes

<sup>277</sup> El programa piloto para la precalificación de préstamos (Prequalification Pilot Loan Program) utiliza intermediarios para ayudar a posibles prestatarios a preparar su solicitud de préstamos de forma viable y obtener los préstamos. Una vez que los documentos de solicitud de préstamo han sido preparados, se someten a la SBA para una rápida consideración; la decisión normalmente toma tres días. Si la solicitud es aprobada, la SBA hace una carta de precalificación en la que declara la intención de garantizar el préstamo. La cantidad máxima para prestar en este programa es de 250 mil U\$S; la SBA garantizará hasta el 85 por ciento de la cantidad total hasta de 150 mil U\$S y el 75 por ciento de préstamos de más de 150 mil U\$S. El intermediario (Normalmente el Centro de Desarrollo Empresarial de la SBA) ayuda al prestatario a encontrar un prestamista que ofrezca las tasas de interés más competitivas. Los Centros de Desarrollo Empresarial que sirven como intermediarios no cobran por ayudar a llenar la de solicitud de préstamo. Pero las organizaciones lucrativas si cobran.

<sup>278</sup> Tasa Prime, es la tasa de interés preferencial (prime) que los bancos comerciales cargan a sus clientes preferenciales o más solventes, que por lo general son grandes compañías. Debido a que sirve a los mismos bancos como parámetro para establecer otras tasas en negocios como vivienda, tarjetas de crédito y pequeña y mediana empresa, esta es afectada por las condiciones del mercado, la disponibilidad de reservas y el nivel general de tasas de interés. La tasa prime también es influenciada por el tamaño del préstamo; naturalmente los mayores préstamos

Para préstamos de entre 25 mil U\$S y 50 mil U\$S, las tasas máximas de interés no podrán exceder el 3.25 por ciento si el vencimiento es menor de los 7 años y 3.75 por ciento si el vencimiento es mayor de 7 años. Para préstamos de 25 mil U\$S o menos, la tasa máxima de interés no deberán exceder a la Tasa Primaria más el 4.25 por ciento, si el vencimiento es menor de 7 años, y Tasa Primaria más 4.75 por ciento, si el vencimiento es de 7 años o más.

Los préstamos de interés variable pueden ser fijados ya sea a la más baja tasa de interés primaria, o la SBA fija la tasa opcional. La tasa opcional es un promedio de las tasas de interés que el gobierno federal paga por préstamos con vencimientos similares a préstamos promedio de la SBA. Se calcula trimestralmente y se publica en el "Federal Register".<sup>279</sup>

Para los solicitantes que llenen los requisitos de crédito y de normatividad de la SBA, la Agencia puede garantizar hasta un 85 por ciento de los préstamos por 150 mil U\$S o menos, y hasta un 75 por ciento de préstamos mayores de dicha cifra (generalmente garantiza hasta un máximo de 1 MM U\$S). El poseedor de por lo menos el 20 por ciento del negocio, generalmente tiene que garantizar el préstamo. Aunque un colateral (aval) inadecuado no será la única razón para negar el préstamo, la naturaleza y valor de la garantía son factores a considerar en la decisión del crédito.

## Europa – Casos de España e Italia

En Europa se han diseñado e implementado un conjunto de intervenciones estructurales con el fin de estimular a las pymes.<sup>280</sup> Para ello se reconoce principalmente la importancia de los ámbitos locales para individualizar y definir las problemáticas objeto de la política industrial, lo que permite conseguir una fuerte correspondencia entre problemas y soluciones propuestas. Esto implica el fortalecimiento del rol de policy making de las instituciones locales y la interacción entre los distintos niveles de autoridad (local, regional, estatal) involucrados en el proceso de diseño e implementación de las políticas.

En Europa<sup>281</sup>, como lo demuestra la experiencia de los diferentes distritos industriales, las pymes constituyen un elemento fundamental del

---

conllevan menores tasas. También se conoce como Tasa Base, y el valor publicado corresponde a un promedio de las tasas prime de los bancos de Estados Unidos.

<sup>279</sup> "The Federal Register is the daily publication for Rules, Proposed Rules, and Notices of the Federal Government". Vendría a ser el Boletín Oficial en la Argentina aunque con mayor cantidad de elementos informativos.

<sup>280</sup> Para el conjunto de los países de la Unión Europea, se considera PYME a aquellas unidades económicas en las que concurren las siguientes características: 1) tengan menos de 250 empleados; 2) su facturación anual sea inferior a los 40 millones de euros, o su balance general anual (activo o pasivo total) inferior a los 27 millones de euros; y 3) sean independientes, entendiéndose por ello que otra/s empresa/s no PYME, no superaren el 25% de poder de voto o tengan una participación en el capital de la misma mayor a ese porcentaje. Dentro de este conjunto PYME, a su vez, podemos distinguir el colectivo de: microempresas, pequeña empresa y mediana empresa. Son microempresas aquellas unidades económicas con menos de 10 asalariados. Por su parte son pequeñas empresas, aquellas que i) emplean entre 10 y 49 personas además del promotor (emprendedor), ii) su volumen de negocio no supera los 7 millones de euros, o su balance general anual no excede de los 5 millones de euros, y iii) cumple con el criterio de independencia descrito con anterioridad. Por último, son medianas empresas aquellas que emplean entre 50m y 249 personas, además del promotor, y cumplen con el resto de características genéricas establecidas para la PYME.

<sup>281</sup> En el contexto de la Unión Europea diversos estudios han señalado que la estructura financiera de la empresa y, por ende, su problemática financiera parece depender en mayor medida del sistema y las prácticas de financiación del país

sistema económico de los diferentes países, desempeñando un papel decisivo en la competitividad y dinamismo de la economía europea. Para ayudarlas a desarrollar su potencial de crecimiento, la UE trabaja en la promoción del espíritu emprendedor y la creación de un marco empresarial más respetuoso con las pequeñas empresas. Existe la ley de la pequeña empresa<sup>282</sup> aplica para todas las empresas independientes del continente que tienen hasta 250 empleados.

En esta dirección un elemento fundamental es la creación de redes para que los agentes involucrados en las políticas pertenecientes a distintos ámbitos locales, y regionales, creen y desarrollen los vínculos y las relaciones entre sí a partir de intereses y problemáticas comunes, con el fin de aumentar su eficiencia y competitividad. Para que esto sea posible tienen que existir intereses comunes y predisposición de los agentes para la cooperación mutua. En el caso de Italia dentro de la región de la Emilia Romagna el impulso fue de los empresarios a través de sus cámaras y asociaciones, por ejemplo la Confederazione Nazionale del Artigiano (CNA) jugó un rol importante en el desarrollo de redes empresariales. La CNA asocia a cerca de 520 mil artesanos. A su vez existe una red de centros de servicios (iniciada en 1980) hecha a la medida de las necesidades de la economía local.

Hasta los años 80, la mayoría de los incentivos estaban constituidos por programas de ayuda financiera. Posteriormente esto se fue complementando con programas que incluyen servicios de consultoría y capacitación para empresarios orientados a mejorar la gestión de sus negocios y sus empresas. Excede el alcance de este trabajo el análisis detallado de todos los programas, centrandó nuestra atención en lo que se refiera a programas que se relacionen con el acceso al financiamiento.

Las pymes europeas tienen dos vías para recibir las ayudas europeas: ayudas financieras y en forma de programas y servicios de apoyo. El acceso a la financiación resulta decisivo a la hora de poner en pie o expandir una empresa, y la UE proporciona fondos a pequeñas empresas a través de diferentes vías: subvenciones, préstamos y, en algunos casos, garantías. Además, la UE financia proyectos específicos. La financiación comunitaria puede dividirse en dos categorías:

- financiación directa a través de subvenciones;
- financiación indirecta a través de intermediarios nacionales y locales.

Uno de los puntos fuertes de este servicio europeo es su accesibilidad. Para que los trámites no sean interminables (y evitar así el racionamiento por autoexclusión), se puede acceder directamente o por medio de programas regionales o nacionales, como los Fondos Estructurales.

---

en el que opera la empresa que de las características de la misma como tamaño, antigüedad, reputación, rentabilidad o sector de actividad.

<sup>282</sup> Small business act para Europa

Las ayudas europeas a las pymes se presentan a partir de diferentes categorías de asistencia y con ciertas características, a saber:

**Subvenciones específicas:** la Comisión Europea ha puesto en marcha un programa con subvenciones específicas en medio ambiente, investigación y educación, y están enfocadas a fortalecer el negocio;

**Cofinanciación:** El principio de estas ayudas es la cofinanciación, con lo que la UE cubre sólo una parte de los costos de cada proyecto;

**Líneas de crédito preferenciales:** Se han desarrollado un amplio conjunto de líneas de financiación preferencial con la finalidad de conceder financiación a favor de la PYME en condiciones más ventajosas a las de mercado, esto es, bien a tipos de interés y costos más bajos o con periodos de carencia<sup>283</sup> o amortización mayores.

**Instrumentos de cuasi capital:** Además del apoyo financiero vía inyección de recursos propios también es posible la utilización de otros instrumentos de cuasi capital como los préstamos participativos y, con carácter complementario, de deuda ordinaria. Además del apoyo financiero, otro de los rasgos distintivos que suele caracterizar a este tipo de intermediarios es la importante labor de asesoramiento y asistencia técnica que efectúan en favor del empresario (Cazorla y Cano, 2000).

Además de estas entidades (sector formalizado de capital riesgo), este tipo de actividades son desempeñadas por un número indeterminado de Sociedades de Inversión y Business Angels. En teoría, serían potenciales beneficiarios del capital riesgo aquellos proyectos empresariales desarrollados en el seno de PYME escasamente capitalizadas que, por su elevado riesgo tenga muy restringido su acceso al crédito a largo plazo. Este sería el caso de PYME en estadios iniciales de desarrollo (semilla y arranque), así como proyectos de base tecnológica con fuerte contenido innovador en los que existan buenas expectativas de rentabilidad.

**Garantías:** Constituyendo la falta de garantías unos de los principales problemas que dificulta el acceso de la PYME al mercado de crédito, la concesión de garantías es otro de los principales ejes de actuación a favor de la PYME. Para ellos se incentiva la creación de entidades financieras especializadas la concesión de avales frente a las entidades de crédito, en la evaluación del riesgo crediticio de la PYME y el asesoramiento financiero. El modelo español de garantías se corresponde con los denominados Sistemas Mutuos de Garantías. El núcleo central de estos sistemas lo constituyen las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que actúan como interlocutores especializados de la PYME ante las entidades de crédito en las relaciones de endeudamiento.

---

<sup>283</sup> En nuestro país se utiliza el término período de gracia en lugar de período de carencia, para señalar la extensión de tiempo que tiene un empresario sin la obligación de iniciar la devolución del capital recibido en préstamo y sus intereses.

Respecto a la naturaleza de los instrumentos utilizados destacan con mayor y menores niveles de éxito: la financiación preferencial, los sistemas de garantías, los instrumentos de cuasi-capital y capital riesgo.

Dentro del continente europeo se han seleccionado los casos de España e Italia en la búsqueda de modelos exitosos que puedan ser aplicados en la Argentina.

## España

El sistema de SGR español fue creado en 1978 y tuvo una reforma importante en 1994. Las SGR pueden tener carácter nacional, sectorial y/o territorial / regional<sup>284</sup> existiendo al menos una SGR por cada comunidad autónoma. El nacimiento del sistema es consecuencia de los Pactos de la Moncloa, los que permitieron, a partir de los aportes estatales del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa (IMPI), constituir 42 SGR para el año 1983. El IMPI más adelante redujo la cantidad a 26 SGR, trasladando la figura de socio protector desde el Estado hacia las comunidades autónomas concentrando la actividad del reafianzamiento en el Estado nacional.

En 1994 se produce la reforma en la cual una sociedad del estado es transformada en la Compañía Española de Reafianzamiento s.a. (CERSA). Las SGR son equiparadas a entidades financieras reguladas por el Banco de España, se moderniza el contable y de supervisión asimilándolas a compañías de seguro y se firma un acuerdo con el Fondo Europeo de Inversiones para que actúe como reafianzador de CERSA.

Con la reforma del año 1994 se eliminaron los fondos de riesgo y fueron reemplazados por una previsión técnica para futuros quebrantos, por lo que las

---

<sup>284</sup> Habitualmente las Sociedades de Garantía operan en un ámbito geográfico concreto, pero también las hay sectoriales. En España la Confederación Española de Garantía Recíproca (CESGAR) distingue entre:

**Sectoriales:** entre las que estarían Fianzas y Servicios Financieros S.G.R, para el sector del juego, y Transaval S.G.R. para el sector del transporte.

**Territoriales:**

- Andalucía: Avalunion S.G.R. y Suraval S.G.R.
- Aragón: Avalia Aragón S.G.R.
- Asturias: Asturgar S.G.R.
- Baleares: Isba S.G.R.
- Canarias: Sogarte S.G.R. y Sogapyme S.G.R.
- Cantabria: Sogarca S.G.R.
- Cataluña: Avalis de Catalunya S.G.R.
- Castilla y León: Iberaval S.G.R.
- Comunidad Valenciana: S.G.R. Comunidad Valenciana
- Extremadura: Extraval S.G.R.
- Galicia: Sogarpo S.G.R. y Afigal S.G.R.
- Madrid: Avalmadrid S.G.R.
- Murcia: Udemur S.G.R.
- País Vasco: Elkargi S.G.R. y Oinarri S.G.R.

SGR responden por las pymes que no pagan los préstamos con los resultados económicos de su actividad y el capital social exclusivamente.

La utilización de reafianzamiento vía CERSA por las SGR es gratuita aunque deben adecuar los parámetros de riesgo a los exigidos por la reafianzadora. Luego el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) a su vez reafianza hasta el 35% del riesgo asumido por CERSA. Además del reaseguro nacional, distintas comunidades autónomas también tienen sus programas de reafianzamiento que generalmente cubren la parte no reafianzada por CERSA.

A fines del año 2007, el total de las SGR era de 23, de las cuales 20 eran regionales y solamente 3 tenían carácter nacional, creadas por aportes de tres sectores productivos. El aporte de los socios protectores era del 41% del total del capital social de las SGR y el sector público contribuía con el 23% del total del capital de las SGR o el 57% del total de aportes de los socios protectores. El sistema financiero por su parte contribuía con el 13%.

Alrededor del 70% del riesgo vivo<sup>285</sup> de las SGR garantizan obligaciones de largo plazo (5 años o más). Las garantías para financiar líneas de corto plazo son prácticamente inexistentes (sólo el 4% según datos del año 2006). Los mayores beneficiarios son las pymes de menor dimensión<sup>286</sup>.

Tipología del SNG	Sistema mutualista
Personalidad jurídica	Persona jurídica asimiladas a status de cías de seguros
Año constitución	1978
Ámbito	Nacional
Legislación específica	Si
Reafianzamiento	Si
Supervisión bancaria	Banco de España
Aplicación norma bancaria	Si
Recursos	Públicos y Privados
Organismos de contralor	Banco de España
Tipología principal de garantías	Financieras a largo plazo
Modalidad de concesión de garantía	Individuales
Volumen de créditos garantizados / garantías	Sin datos actualizados
Definición empresa pyme	Empresas con hasta 250 empleados

Las SGR españolas están asociadas en la Confederación Española de Garantía Recíproca (CESGAR), que asume las funciones de coordinación, cooperación, defensa y representación de los intereses de sus asociados, a la vez que promueve todo tipo de acuerdos con Instituciones públicas o privadas, nacionales o extranjeras y presta labores de asesoría y asistencia técnica.

## Italia

<sup>285</sup> Por riesgo vivo se entiende el total de avales en vigencia a cada momento.

<sup>286</sup> El 53% de las pymes que obtuvieron una garantía fueron aquellas con menos de 10 trabajadores (datos del año 2006).

En Italia las sociedades de garantía no estaban reguladas en un comienzo, excepto en el sector artesanal. Como sucede con frecuencia en el comercio de artesanías, las sociedades de garantías (*fidi*) adoptaron la forma jurídica de cooperativa. Alrededor de 1973, la figura se difundió a los sectores industrial y comercial debido a un retroceso brusco de los créditos otorgados a las PYME. Las sociedades de garantía del sector industrial adoptaron la forma legal de consorcio y las del sector comercial adoptaron por lo general la forma de cooperativas. De este modo, estaban sujetas únicamente a las provisiones generales de las leyes de cooperativas y de consorcios. Sin embargo, la Ley Bancaria de 1994 ha pasado a considerarles instituciones financieras (Llisterri, 1996).

El sistema de garantías italiano se configura de manera muy atomizada, doblemente articulado con distribución sectorial y territorial, en una estructura asociativa que adopta cuatro niveles de coordinación. Existen consorcios o cooperativas de garantías denominados Confidi o Fidi, los cuales están asociados a federaciones<sup>287</sup>.

Las características básicas de los convenios con los bancos son:

- establecen una cantidad máxima de crédito que es un multiplicador del fondo de riesgo depositado en cada banco con convenio;
- límite máximo y costo de la garantía;
- límite máximo de cobertura de la garantía, normalmente con una distribución de riesgo en partes iguales (50% cada parte) entre el Confidi y la entidad financiera;
- obligaciones de información por parte del banco sobre el desempeño y seguimiento de la operación financiada;
- obligaciones y formas de intervención ante los casos de insolvencia.

Se destaca el alto nivel de apalancamiento que obtiene el fidi, que en condiciones normales es varias veces superior al patrimonio, y muy por encima de otros esquemas de garantías, en parte por la experiencia de muchos años de desarrollo, por la existencia de reafianzamiento y porque la garantía es limitada, normalmente cubre hasta el 50% de la obligación y usualmente como complementaria a otras garantías que solicita la entidad de crédito.

El riesgo vivo en Italia, hasta hace unos años atrás, era 4 veces el de España, y el multiplicador total era de más de 9 veces, y esto es congruente con la concentración de la actividad en el corto plazo.

Según datos actualizados al año 2005, el número de garantías concedidas llegaba a casi 7,8 millones con una cantidad de beneficiarios algo inferior a 1,2 millones de casos.

---

<sup>287</sup> Fedart Fidi, Federconfidi, Fincredit-Confapi, Federasconfidi, y Federfidi Commercio, según la actividad de las pymes asociadas (artesanal, sector industrial, pequeños industriales, sector comercial y comercio, servicios y turismo. En 2006, las cinco federaciones existentes resolvieron unificar la representación en un organismo único, llamado Asso Confidi.

Tipología del SNG	Sistema mutualista
Personalidad jurídica	Persona jurídica de derecho público
Año constitución	A confirmar
Ámbito	Nacional
Legislación específica	Si
Reafianzamiento	Si
Supervisión bancaria	No
Aplicación norma bancaria	No
Recursos	Públicos y Privados
Organismos de contralor	Asso Confidi
Tipología principal de garantías	Financieras a corto plazo
Modalidad de concesión de garantía	Individuales
Volumen de créditos garantizados / garantías	Multiplicador supera el valor 9 (muy superior a otros países)
Definición empresa pyme	Empresas con hasta 250 empleados

## Japón

En Japón existe el sistema de garantías más desarrollado del mundo, basado en sociedades de garantías de carácter corporativo, donde el peso de los gobiernos locales en el capital de esas sociedades es considerable y existe una figura de reafianzamiento público de una dimensión enorme que evidencian la fortaleza y la actividad de este sistema.

El caso de Japón, cuyo sistema mantiene un peso específico en la economía nipona con un riesgo vivo de más de 265 mil millones de U\$\$, a través de la confederación nacional, de 52 corporaciones de garantías (CGC) y el importante ente de reafianzamiento del sistema (*Japan CIC*), facilitando garantías a 2 millones de pymes, el 30% de las pymes japonesas, y siendo destinatario del 30% del Plan de Reactivación de la economía japonesa (unos 7 billones de U\$\$).

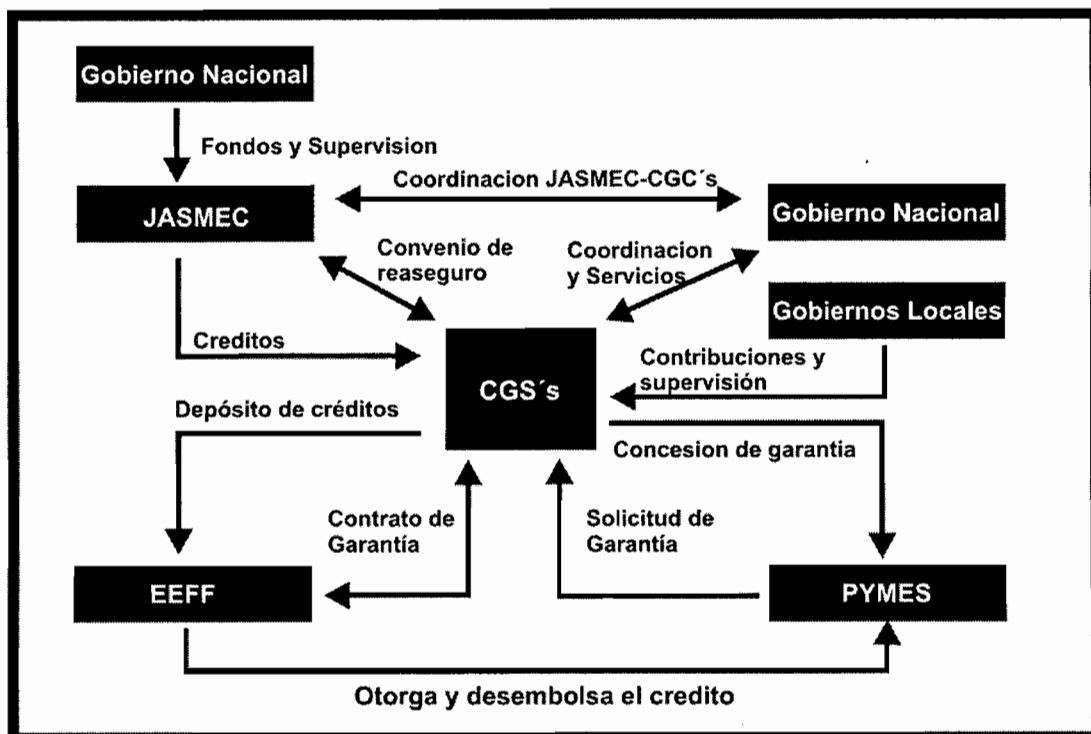
Japón en su diseño de políticas para pymes tiene un sistema de garantías y créditos (*credit supplementation system*) cuya misión es facilitar el acceso al crédito de las mipymes en buenas condiciones de plazo y costo. Japón cuenta así con uno de los sistemas de suplementación al crédito de empresas más avanzado y potente del mundo.

Este sistema de garantías tiene una estructura única en el mundo que engloba dos subsistemas interrelacionados:

Un mecanismo de garantía de crédito (*Credit Guarantee System*) diseminado a través de más de 50 corporaciones de garantías de crédito (*Credit Guarantee Corporations –CGC's*); y un mecanismo de seguro de crédito (*Credit Insurance System*) articulado como sistema de reafianzamiento de las garantías y gestionado desde una institución pública especial (*Japan Small and Medium Business Corporation – JASMEC*).



Esquema de funcionamiento en Japón:



El Credit Guarantee System está operado por 52 Corporaciones de Garantías de Crédito diseminadas por todo el país, concretamente en cada prefectura y en las cinco mayores ciudades del país. Son instituciones públicas que emiten garantías para suplementar los créditos de las entidades financieras a las pymes de su ámbito de actuación. Las CGC's están participadas por las contribuciones de los gobiernos locales y las entidades financieras (EE.FF.), y disfrutan de créditos directos de la JASMEC. Además, las CGC's reafianzan sus garantías con el amplio Credit Insurance System. Este sistema respondería a un modelo de esquema de garantías corporativo.

El Credit Insurance System está operado por una única institución pública de régimen especial, la JASMEC, con la función de reasegurar las obligaciones contraídas por las CGC's a la hora de emitir sus garantías. Con este sistema se promueve la actividad de las corporaciones de garantía a través de un último techo de cobertura de entre el 70% y el 80% sobre las responsabilidades adquiridas por las garantías de las CGC's.

Japón cuenta con un sistema de garantías más o menos intensivo desde mediados de los años treinta. En esos años, se estableció la Corporación de Garantía de Crédito de Tokio, que hoy es la mayor CGC de Japón. Tras la Segunda Guerra Mundial fue el Gobierno el que se propuso diseminar el modelo de programa de garantías ya existente por todo el territorio nacional, invitando a los gobiernos de las prefecturas locales a crear su propio programa a través de corporaciones como la de Tokio. Tras la implantación tan intensiva, el gobierno japonés creyó oportuno crear una forma de respaldo centralizado de la actividad de las CGC's y por ello, en diciembre 1950, promulgó la Ley de Seguros de Crédito para Pymes.

La actividad esencial de las CGC's es la de emitir garantía para créditos de las entidades financieras a empresas estrictamente definidas en el ámbito de la pyme. Existen dos tipos básicos de garantías, la garantía general y la garantía institucional, ambos limitados a operaciones de la empresa para capital de trabajo e inversiones de equipamiento. En el primer caso no se establece específicamente ni el destino de uso del capital desembolsado ni los plazos de reembolso. En el caso de la garantía institucional (por parte del Gobierno central y las administraciones locales conforme a determinadas políticas), se concede siguiendo medidas específicas de política pública a las que tendrán que acoplarse tanto el uso de la garantía como los plazos y términos del reembolso. La concesión de la garantía institucional tiene unos plazos y condiciones específicas, pero presenta mejores condiciones de plazo y unas tasas de interés y una comisión de la garantía inferiores comparados con el modelo de garantía general.

Las empresas habilitadas para recibir los servicios de garantías de crédito están definidas en la ley de seguros de crédito para la pyme, siendo elegibles aquellas que entren en la definición de pyme. Sin embargo, hay condiciones variables en el sector comercio según sean mayoristas o minoristas. Además debe existir un buen historial crediticio, comercial y fiscal.

La cantidad máxima que puede ser garantizada es generalmente de 200 millones de yenes (aprox. 1,9 MM US\$) por empresa individual o corporación y de 400 (unos 3.7 MM US\$) por cooperativa. Asimismo, existe la garantía sin requisito de garantía subsidiaria que fija un monto máximo garantizado de 35 millones de yenes (unos 330 mil US\$) que puede sumarse a los montos anteriores en cada caso.

En cuanto a la cobertura, la CGC garantiza la devolución a la entidad financiera de la totalidad de un crédito impagado de una empresa. El 70 o 80% de la cantidad pagada por la CGC a la entidad financiera se cubre por el reaseguro de JASMEC, por lo que la CGC sólo tiene que soportar el 20 o 30% del riesgo. El 70 o 80% cubierto por el seguro se denomina tasa de cobertura, predeterminada siempre por el tipo de garantía y de reaseguro. También hay excepciones en la cobertura del reaseguro según mecanismos especiales de garantías, que recientemente han regularizado el 80% de cobertura en el mecanismo especial de garantías para la estabilización de la pyme, e incluso ha permitido hasta el 90% de cobertura de reaseguro en el mecanismo de garantías especial para medianas empresas, con lo que las CGC's asumen el 20% y el 10% del riesgo en cada caso.

La comisión básica de la garantía es del 1% anual del crédito y de entre el 0.4% y el 0.7% para las garantías institucionales o destinadas a créditos de pequeño monto. De esta comisión JASMEC se cobra una media del 0.55% del monto garantizado como prima del reaseguro. Si el propietario supera los 70 años de edad, se designa a su sucesor como garante.

Desde el punto de vista operativo, el reaseguro se produce automáticamente una vez aprobada la garantía por la CGC, con una cobertura

que oscila entre el 70% y el 90%, con un prima de reaseguro que normalmente supone el 0.55% del monto garantizado a descontar de la comisión de garantía que cobra la CGC a la empresa.

Tipología del SNG	Sistema mutualista
Personalidad jurídica	Persona jurídica de derecho público
Año constitución	1935 y 1950 (ley de seguro de crédito para pymes)
Ámbito	Nacional
Legislación específica	Si
Reafianzamiento	Si –Jasmec
Supervisión bancaria	Si
Aplicación norma bancaria	Ley de seguros para pymes
Recursos	Públicos
Organismos de contralor	Jasmec – gobierno nacional
Tipología principal de garantías	Financieras todos los plazos
Modalidad de concesión de garantía	Individuales
Volumen de créditos garantizados / garantías	265 mil MM U\$S riesgo vivo
Definición empresa pyme <sup>288</sup>	Empresas con hasta 250 empleados

## Brasil

El sistema de garantías de Brasil está basado en tres grandes fondos: el Fondo de Aval para la Generación de Empleo y Renta (FUNPROGER), administrado por el Banco de Brasil (BDB); el Fondo de Garantía para la Promoción de la Competitividad (FGPC), administrado por el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES); y Fondo de Aval para las Micro y Pequeñas Empresas (FAMPE), administrado por el Servicio Brasileño de Apoyo a las Micro y Pequeñas Empresas (SEBRAE).

Se trata de un modelo no homogéneo, pero con la característica común de ser eminentemente público, en el que las entidades capitalizadoras, administradoras, y al mismo tiempo usuarias en el caso del BNDES y el BDB, son de naturaleza pública o parapública. Asimismo, está poco integrado, en el sentido de que no hay una regulación común propia, ni existe autoridad de aplicación o supervisora única.

En general los fondos de aval han actuado como complementos de programas públicos de acceso al crédito para las mipyme, configurando así un doble incentivo. Entre los logros y elementos más interesantes de la experiencia brasileña se encuentra el hecho de que dos de los fondos han movilizado volúmenes importantes de recursos, uno de ellos alcanzando a un alto número de empresas beneficiarias.

<sup>288</sup> También existe clasificación para microempresas. En todos los casos también clasifican por tamaño de la deuda que contrae la empresa.

Tipología del SNG	Programas y fondos de avales. Regulación sobre SGR pero sin operatoria
Personalidad jurídica	Fondos estatales
Año constitución	FAMPE 1995 - FGPC 1997 - FUNPROGER 1999
Ámbito	Nacional
Legislación específica	Desintegrada, cada fondo tiene su propio estatuto
Reafianzamiento	No
Supervisión bancaria	No, indirecta por la supervisión sobre BNDES y BDB
Aplicación norma bancaria	Si (sobre el tratamiento de los avales)
Recursos	Mayoritariamente públicos
Administración y representación legal	BNDES (FGPC) - Banco de Brasil (FUNPROGER) - SEBRAE (FAMPE)
Tipología principal de garantías	Financieras a corto plazo
Modalidad de concesión de garantía	Individual / Cartera
Volumen de créditos garantizados / garantías	FGPC 0,28 – FUNPROGER 0,58 FAMPE 2
Definición empresa pequeña	Facturación anual hasta 800 mil usd
Definición empresa mediana	Facturación anual hasta 3 MM usd

El Sistema Nacional de Garantías en Brasil constituye un modelo desintegrado y público. El sistema está basado en la existencia de tres grandes fondos de garantía en el ámbito nacional y varios fondos regionales y/o municipales vinculados mayoritariamente al sector agrario. Además, existe legislación específica sobre sociedades de garantía solidaria, si bien a la fecha de publicación del presente trabajo sólo se encuentra operativa una sociedad en proyecto piloto<sup>289</sup>.

Las políticas de apoyo a la mipyme en Brasil radican fundamentalmente en dos grandes agentes: el Servicio Brasileño de Apoyo a las Micro y Pequeñas Empresas (SEBRAE) y los bancos públicos de desarrollo (fundamentalmente el BNDES).

A modo de síntesis se puede decir que el sistema de garantías de Brasil es un modelo notablemente desintegrado, sobre la base de las siguientes razones: pluralidad de programas y fondos de aval, inexistencia de un marco regulador común, inexistencia de autoridades de aplicación y supervisión únicas, y articulación con las políticas públicas de apoyo a la micro, pequeña y mediana empresa. Se trata de un sistema eminentemente público, financiado con recursos públicos y fondos de aval administrados por entidades públicas (BNDES, Banco de Brasil y SEBRAE). En este país el subsidio de tasas de interés como elemento de apoyo a pymes está claramente por encima del funcionamiento de esquemas de garantía.

<sup>289</sup> Todo lo referido a sistemas de garantía en Brasil se centra en el estudio de los tres principales fondos de aval existentes en el país. El resto de los fondos de aval regional y/o municipal, por su poca significación dentro del sistema global brasileño, no fueron evaluados. El sistema de garantías solidarias se encuentra aún en un estado embrionario.

## Chile

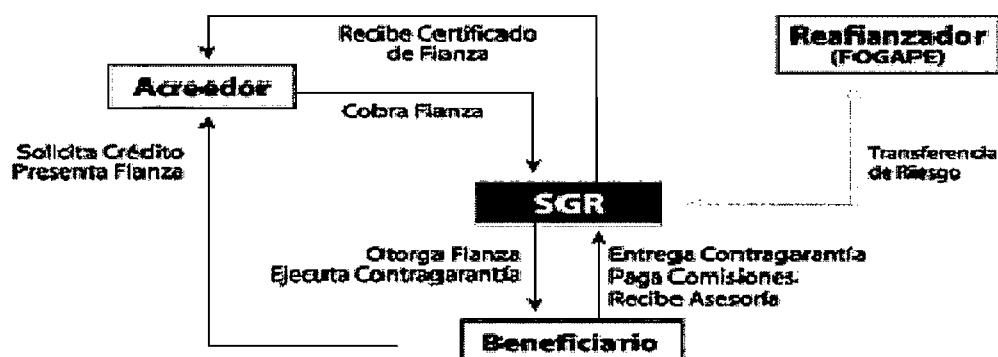
El Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE), creado en 1980, fue profundamente reformado en 2000, cuando pasó a estar regulado y supervisado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). FOGAPE está administrado por el Banco Estado, al que retribuye una comisión de administración y desde su reforma y capitalización por el estado en el año 2000 ha experimentado un fuerte crecimiento.

FOGAPE otorga garantías de cartera, siendo las entidades financieras participantes las responsables de analizar el riesgo de las operaciones dentro de la "línea de garantía" obtenida, y de otorgar los créditos correspondientes. La obtención de la línea de garantía está basada en licitaciones periódicas a las que concurren las instituciones financieras fiscalizadas por la SBIF.

Tipología del SNG	Fondo
Personalidad jurídica	Persona jurídica de derecho público
Año constitución	1980 – reforma año 2000
Ámbito	Nacional
Legislación específica	Si
Reafianzamiento	No
Supervisión bancaria	Si
Aplicación norma bancaria	Si
Recursos	Públicos
Administración y representación legal	Banco del Estado de Chile
Tipología principal de garantías	Financieras a corto plazo
Modalidad de concesión de garantía	Cartera
Volumen de créditos garantizados / garantías	Alrededor de 2 veces
Definición empresa pequeña	Facturación anual hasta 750 mil usd
Definición empresa mediana	Facturación anual hasta 3 MM usd

El Sistema Nacional de Garantías en Chile es un modelo eminentemente estatal que se establece con la creación del Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios, por el Decreto Ley 3.472 en 1980.

## Esquema General de Funcionamiento de las SGR en Chile



Fuente: SBF.

El Fondo está regulado por el Reglamento de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras<sup>290</sup>. FOGAPE es una institución oficial administrada por el Banco Estado, propiedad del Estado chileno y primera entidad del sistema financiero nacional en número de clientes activos (904 mil en diciembre 2004, el 22% del total de deudores del sistema).

El objetivo de FOGAPE es "garantizar un determinado porcentaje del capital de los créditos que las instituciones financieras, tanto públicas como privadas, otorguen a pequeños empresarios elegibles, que no cuentan con garantías o en que éstas sean insuficientes, para presentar a las instituciones financieras en la solicitud de sus financiamientos de capital de trabajo y/o proyectos de inversión".

SERCOTEC es una institución del Estado cuya misión es apoyar las iniciativas de mejoramiento de la competitividad de las micro y pequeñas empresas y fortalecer la capacidad de gestión de sus empresarios. Actualmente cuenta, entre otros, con el programa "Acceso al Crédito", que subsidia los costos operativos a las entidades financieras que otorgan microcréditos a nuevos clientes, en un monto aproximado de US\$70 por operación realizada.

FOSIS es un servicio público descentralizado, con personalidad jurídica y patrimonio propio, cuya finalidad es financiar, en su totalidad o en parte, planes, programas, proyectos y actividades especiales de desarrollo social en coordinación con los que realicen otras reparticiones del Estado, en especial con el Fondo Nacional de Desarrollo Regional.

Aunque su contribución no es relevante en términos agregados, cabe mencionar que la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) auspicia una serie de programas de garantías para mipymes. Como entidad pública de

<sup>290</sup> FOGAPE no se encuentra sujeto a las normas de Administración Financiera del Estado ni a las demás disposiciones aplicables al sector público.

fomento, CORFO cuenta con diversas líneas de apoyo a este tipo de empresas en: financiación, capacitación, transferencia de tecnología y fomento del asociacionismo, entre otras. Desde 1990, todas estas líneas vienen siendo desarrolladas a través de intermediarios que actúan como entidades financieras de fomento de segundo piso e incluso de tercer piso.

El Sistema Nacional de Garantías chileno, que como se dijera tiene a FOGAPE como principal protagonista, pasó de una etapa de inactividad desde su creación hasta finales de los años noventa, a constituirse en una instancia de referencia en el esfuerzo del Estado por apoyar el acceso a la financiación de la mipyme. En junio de 1999, se constituyó el Comité Público Privado de la Pequeña Empresa, conformado por el Ministerio de Hacienda, asociaciones gremiales de ámbito nacional, CORFO, el Banco Estado, el Servicio de Cooperación Técnica (SERCOTEC) y el Fondo de Solidaridad e Inversión Social (FOSIS), a modo de instancia consultiva de carácter tripartito.

No obstante los logros conseguidos, el sistema chileno tiene que conseguir un mayor crecimiento del FOGAPE y una mayor participación relativa de los créditos a largo plazo.

La experiencia chilena merecería ser objeto de un estudio de caso en sí mismo, y podría constituirse en una buena práctica sobre el reparto de roles entre el sector público y el privado.

### **6.3) Buenas prácticas para pymes y aplicabilidad en la Argentina**

Si bien por definición llevar adelante una emprendimiento pyme conlleva un riesgo considerable, en países como la Argentina, con crisis e inestabilidad macroeconómica recurrente, son aun más complicadas las condiciones que debe enfrentar un empresario pyme para lograr la continuidad y/o el crecimiento de su empresa.

Al analizar algunas prácticas de apoyo a empresas pyme en el mundo y compararlas con los programas vigentes en la Argentina, se observa que para reducir el riesgo pyme se requiere una plataforma de apoyo que ayude a su desarrollo competitivo.

Las experiencias internacionales muestran que las intervenciones de los Estados en Política Financiera e Industrial fueron evolucionando. Antes solían basarse en una estrategia de planificación centralizada, y desde mediados de los ochenta hasta la actualidad fueron creciendo en importancia y perfeccionándose los abordajes que plantean una intervención Estatal enfocada en construir la Competitividad Sistémica, la cual se puede entender como un proceso de mejora continua que parte de ciertas premisas fundamentales<sup>291</sup>.

---

<sup>291</sup> La competitividad sistémica se puede entender como un proceso de mejora continua que parte de ciertas premisas, a saber: reconoce fallas en las respuestas de los agentes e información asimétrica, revalorice aspectos microeconómicos y de entorno técnico productivo para la competitividad, revaloriza los espacios regionales y locales,

Estos modelos de desarrollo industrial se basan en la asignación de roles clave a autoridades y agentes locales (del sector público y el privado) en la originación, planificación e implementación de políticas. Estos agentes se articulan a su vez con entes de los gobiernos centrales para consensuar lineamientos, criterios y obtener soporte en herramientas y recursos.

Se pueden encontrar ejemplos de este tipo de modelo de desarrollo en la Unión Europea, en países como Italia, con las siguientes características:

- Política Industrial centrada en el desarrollo de Redes, con interacción de distintos actores:
  - Niveles de gobierno: nacional, regional, local
  - Agentes del sector público y privado: empresas, cámaras, centros tecnológicos, universidades
  - Gobierno: reformas tributarias para financiar programas sociales y reformas laborales buscando mas equidad a las relaciones entre empresa y empleados
  
- Fomento a las interacciones entre los agentes en espacios territoriales acotados (regiones)
- Incentivo a procesos de especialización y complementación productiva, involucrando empresas grandes o medianas (núcleos) con una constelación interligada de pequeñas firmas
- Impulso a la circulación de conocimiento formal (codificado) y tácito (de la experiencia) para desarrollar la innovación y creatividad
- Fuerte énfasis en el desarrollo de las capacidades de los agentes (programas de recursos humanos y fomento a procesos de eficiencia, calidad y competitividad)

Bajo este concepto, los países que impulsan estos modelos procuran fomentar la conformación de “redes empresariales” que integren grandes y medianas empresas con empresas más pequeñas de un sector determinado (y sectores conexos). En paralelo, para crear las condiciones propicias de desarrollo, estos países procuran establecer contextos institucionales favorables, con participación selectiva pero activa del Estado (a través de sus diferentes niveles y organismos), que actúa típicamente en temas como desarrollo de recursos humanos (educación), promoción de emprendedores (creación de nuevas firmas), normativa y estandarización (implementación de sistemas de calidad) y difusión de información. El desarrollo de un clima de negocios estable, previsible y pro-inversión es una condición necesaria para que los procesos de industrialización prosperen.

Otros modelos para el desarrollo industrial, diferenciados al descrito precedentemente, se basan principalmente en la generación y circulación de información codificada para compensar las fallas inherentes de mercado. Este tipo de modelos se enfocan principalmente en facilitar el acceso de las

---

reemplaza políticas de asistencialismo por la de provisión de servicios reales, y procura generar externalidades que desarrollen competencias específicas en las firmas y en el sector en que ellas operan.



empresas (particularmente las Pymes) al financiamiento, para sustentar el crecimiento y al mismo tiempo mejorar todos los aspectos relacionados a su competitividad. Un ejemplo de país que adoptó esta línea de desarrollo es Estados Unidos.<sup>292</sup>

Los servicios y programas entregados se basan en cuatro premisas fundamentales:

- Sostenibilidad: Servicios son pagados por la empresa
- Adaptabilidad: Adaptación de los servicios de acuerdo con la evolución del proceso de internacionalización de la empresa
- Complementariedad: No sustituir iniciativas o servicios ya prestados por otros organismos
- Consenso: Dialogo entre sector público y privado

Es importante entender los marcos de referencia en los que este tipo de políticas se inscriben. Estos marcos de referencia se alimentan de los diversos modelos económicos (con estabilidad de políticas macroeconómicas o no), los diferentes niveles de desarrollo industrial, el marco jurídico en que se desenvuelven las distintas instituciones de cada país y el respeto que los ciudadanos y empresas tienen por estas instituciones y por las leyes en general. Todo lo mencionado y otros factores no mencionados, conforman lo que podríamos llamar “cultura organizacional” de una nación.<sup>293</sup>

Varios organismos internacionales han estado inyectando importantes recursos durante las últimas décadas, a través de subsidios parciales o totales hacia el segmento de empresas pyme. Sin embargo, implica un gran reduccionismo creer que el problema de una pequeña empresa se centra en su necesidad de crédito.

En la selección se distinguen países de muy alto desarrollo económico, social e industrial (Italia, EEUU, Japón), países que alcanzaron un alto nivel de desarrollo hace relativamente menos tiempo (España) y países con niveles de desarrollo económico, social e industrial en general comparables o asimilables al caso argentino (Chile, Brasil).

Considerando los diferentes modelos de país, tenemos entonces diferentes marcos receptivos para que las empresas puedan usufructuar de mejor forma cualquier tipo de programas de asistencia que procure desarrollar un estado. Entendidos estos diferentes marcos de referencia y habiendo mencionado algunos programas exitosos en el mundo, se puede avanzar entonces en el análisis de su aplicabilidad en la Argentina.

## **Plataformas para programas de asistencia y negocios**

---

<sup>292</sup> Fuente: Las Pymes: Clave del Crecimiento con Equidad; Kesselman (coord.) Informe SOCMA.

<sup>293</sup> Por cultura organizacional de una nación nos referimos, a modo de analogía con la cultura organizacional de una empresa, al conjunto de valores y creencias de la población, las tradiciones, costumbres, grado de cumplimiento de leyes y normas, funcionamiento de las instituciones, ética y moral de funcionarios públicos y ciudadanos, etc.

En términos de plataforma de negocios, un país adecuado para invertir es aquel que cuenta con instituciones sólidas, con programas o centros de conectividad e integración, con proveedores de servicios de clase mundial, buenos canales de distribución y abastecimiento, un centro financiero con mercado financiero líquido y flexible, empresas de servicios y profesionales calificados.

Tomando el ejemplo de Chile, que nos lleva bastante ventaja en términos de plataforma para desarrollo de programas de asistencia, la estrategia del gobierno chileno ha sido estabilidad macroeconómica, política prudencial, superávit fiscal, buena operación del mercado y de las regulaciones requeridas para asegurar la eficiencia de la economía chilena, abierta al comercio internacional, la inversión extranjera directa y los flujos financieros.

En la Argentina existen distintos programas públicos<sup>294</sup> de apoyo a empresas pyme (como por ejemplo los que se encuadran dentro de Sepyme), y también empresas privadas (en general grandes empresas) que tienen programas de asistencia para su cadena de valor de clientes y proveedores, algunos de los cuales implican subsidios en diferentes áreas de asistencia y otros incluyen donaciones no siempre dinerarias.

Sin embargo, la entrega de un subsidio debe estar condicionada a la respuesta a las siguientes preguntas: ¿qué cantidad es necesaria?, ¿cuál es el objetivo del subsidio?, ¿quién financiará el subsidio?, ¿por cuánto tiempo será necesario mantener el subsidio?, ¿qué pasará una vez que el subsidio se termine?

El apoyo de subsidios y donaciones, sean públicas o privadas, se justifican en la etapa de creación de mercados y deben basarse en la sustentabilidad futura del proyecto. Los subsidios estatales y donaciones de privados son necesarios para la creación de mercados en donde las Pymes no

---

<sup>294</sup> Se realizó una investigación de campo particular para analizar la accesibilidad a los programas de la agencia y de sepyme, y el siguiente es un resumen de lo sucedido al realizar la consulta directa:

1) Consulta en Sepyme para el programa de crédito fiscal:

- Todo el procedimiento se realiza vía web,
- Inicialmente debe corroborarse la condición de pyme de la empresa (tabla resumen en la página web del programa);
- Se verifica el cupo del crédito fiscal en base al tope del 8% de la masa salarial;
- Es condición sine qua non no tener deudas previsionales o fiscales, si en cambio es factible ingresar si están vigentes y al día programas o planes de pago;
- Acceder al sistema online. Desde este link se crea el usuario y se accede al sistema;
- Dar de alta el registro de la empresa;
- Cargar el formulario del proyecto. Para ello hay que verificar que la Unidad Capacitadora (UCAP) se encuentre registrada, caso contrario previamente debe registrarse la misma;
- Hasta este momento no hay que presentar ninguna información, solo llenar los formularios vía web;
- Luego evalúan y si todo está bien, se recibe un mail de preaprobación. En este momento se solicita la documentación, que puede enviarse por mail;
- En caso de actividades superiores a \$ 5 mil, se debe acreditar la antigüedad laboral, la empresa debe presentar F931.

En lo que respecta al Fontar, no brindaron demasiada información. Señalaron que todo está en la página web [www.agencia.gob.ar](http://www.agencia.gob.ar), que hay que entrar a la página y ver el financiamiento que hay y ver cuál es el que conviene a la empresa, y una vez definido eso, se presenta la idea-proyecto. Y aquí es donde entra a jugar la participación del consultor especializado en Fontar u otros programas para seguir avanzando.

tienen los recursos necesarios para financiar inversiones iniciales significativas, carecen de los conocimientos técnicos y la experiencia necesaria y en donde se dan fuertes asimetrías de información.

La sustentabilidad de los proyectos apoyados a través de este medio es crucial para el desarrollo de las Pymes involucradas – ya que los recursos son escasos, se deben destinar recursos a aquellos sectores en donde se prevea posible la creación de una demanda estable por estos servicios que permita un autofinanciamiento. El estado-donante debe tener muy en cuentas las capacidades del sector al cual se destinan los recursos y evitar guiar la asignación a través de expectativas propias e infundadas de lo que puede o no funcionar. Es crítico el manejo cuidadoso de los subsidios para evitar la generación de distorsiones de mercado.

Si evaluamos hasta que punto estamos en condiciones de avanzar específicamente en lo que se refiere a un programas de asistencia financiera y/o esquemas de garantías, podemos preguntarnos qué es lo que actualmente está funcionando en la Argentina y que ayuda o puede ayudar a reducir el racionamiento de crédito para el segmento pyme.

Dado que es amplia la oferta de programas a nivel nacional y provincial, si bien se hace una mención a la Agencia Nacional (párrafo siguiente), la búsqueda se concentra principalmente en los programas a cargo de la Sepyme.

En la Argentina la Agencia<sup>295</sup> Nacional de promoción científica y tecnológica, a través de sus cuatro Fondos – Fondo para la Investigación Científica y Tecnológica (FONCyT), Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), Fondo Fiduciario de Promoción de la Industria del Software (FONSOFT) y Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC) - promueve el financiamiento de proyectos tendientes a mejorar las condiciones sociales, económicas y culturales en la Argentina.

A través de diferentes instrumentos administrados por la Agencia, las empresas cuentan con financiación promocional para realizar innovaciones tecnológicas que mejoren su productividad. Según la página oficial de la Agencia, entre 2003 y 2006, el FONTAR ha comprometido 735,45 millones de pesos para financiar 2513 proyectos de empresas cuyo principal objetivo es el desarrollo de innovaciones y la modernización del aparato productivo

La Agencia es un organismo descentralizado, que, aunque depende administrativamente del Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva, está gobernado por un Directorio integrado por nueve miembros que se desempeñan con un mandato de cuatro años renovable por mitades cada dos años.

Tiene como visión ser reconocida por los sectores científico, tecnológico, educativo y productivo, y por la sociedad en general, como una institución accesible, eficaz y eficiente en el cumplimiento de su misión, y como misión

---

<sup>295</sup> Dependiente del Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva de la Nación, [www.mincyt.gov.ar](http://www.mincyt.gov.ar)

promover la investigación científica y tecnológica y la innovación para la generación de conocimiento y la mejora de los sistemas productivos y de servicios, por medio del financiamiento de proyectos que satisfagan condiciones específicas de calidad y pertinencia y de otras acciones de estímulo conducentes a tal fin. Las líneas de financiamiento cubren una amplia variedad de destinatarios desde científicos dedicados a investigación básica, hasta empresas interesadas en mejorar su competitividad a partir de la innovación tecnológica.

Por otro lado, la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (cuyos programas mencioné previamente) tiene como función diseñar, implementar y supervisar políticas públicas con el objetivo de impulsar el desarrollo de las pymes, a fin de avanzar hacia la integración de la estructura productiva de todas las regiones de la Argentina.

Procuran favorecer la recuperación del tejido productivo regional, la promoción del desarrollo sectorial a través de cadenas de valor, la creación de nuevas empresas y la generación de más y mejor empleo. Para ello, disponen de diversas herramientas adaptadas a cada necesidad: asistencia financiera según tamaño de empresa, apoyo a la capacitación y asistencia técnica, e instrumentos de promoción de exportaciones.

## **6.4) Como mejorar el actual esquema de SGR en la Argentina**

En la Argentina contamos con un sistema de garantías con más de una década de actividad, y en los últimos años viene mostrando un crecimiento sostenido de su actividad tanto a nivel de avales otorgados, tipo de avales, cantidad de SGR habilitadas, fondos de riesgo, cantidad de socios partícipes y cantidad de beneficiarios de avales de SGR.

Para el desarrollo de este punto temático se ha desarrollado un trabajo de campo a partir de la inserción directa en la actividad de varias SGR del mercado argentino, y se aplican los conocimientos aprehendidos a partir del análisis de las teorías evaluadas y de los trabajos de diversos autores e instituciones. Todo esto nos permite anticipar que un sistema de garantías, si cumple con ciertas condiciones básicas, es un factor que puede reducir el racionamiento del crédito al que son sometidas las empresas pyme en la Argentina. No se debe soslayar el hecho de que es una herramienta actualmente disponible, es una realidad y no un proyecto teórico.

Ya se ha señalado que las SGR son instituciones cuyo objetivo principal es facilitar a las Pymes el acceso al financiamiento mediante el otorgamiento de garantías que respalda la devolución del crédito y el pago de los intereses en caso de incumplimiento<sup>296</sup>.

---

<sup>296</sup> La normativa permite que las S.G.R. otorguen todo tipo de avales y no exclusivamente financieros. Resolución SEPYME 133/1998, Art. 4 del Estatuto tipo: "Objeto. Tiene por objeto principal el otorgamiento, a sus socios partícipes, de garantías de cualesquiera de los tipos permitidos por el Derecho, mediante la celebración de Contratos de Garantía Recíproca (...)"

La particularidad que tienen las S.G.R. respecto a otros sistemas de garantías es que están constituidas por dos tipos de socios: uno, los partícipes, titulares de las Pymes y exclusivos beneficiarios de los avales que otorgan las S.G.R., y el otro, los socios protectores que realizan aportes al capital social y al fondo de riesgo, que es el activo que respalda los avales otorgados. Para el caso argentino, los beneficios que en general se atribuyen a las S.G.R. son los siguientes:

- **Para los socios partícipes:**
  - Disminuye / mitiga los requerimientos de garantías.
  - Reducción de la tasa de interés de los créditos.
  - Aumento en los márgenes de crédito y plazos de financiamiento.
  - Mejora en el desempeño de las Pymes en los temas de management, calidad y tecnología.
  - Agilización en el procesamiento y decisión sobre el otorgamiento del crédito.
  - Mejora capacidad de negociación frente al sistema financiero.
  - Alargamiento de plazos para proyectos de inversión.
  - Alternativa de garantía de cumplimiento de contratos sin recurrir al crédito.
  - Asistencia técnica en el armado de proyectos y carpetas de crédito.
  - Mejor desempeño competitivo.
  - Exención impositiva para sus aportes
  
- **Para los socios protectores:**
  - Deducción impositiva a las contribuciones del fondo de riesgo.
  - Oportunidad de inversión.
  - Mejora en el desempeño de Pymes vinculadas.
  - Desarrollo de clientes y proveedores.
  
- **Para las entidades financieras:**
  - Disminución del riesgo del crédito.
  - Reducción de los costos asociados a la evaluación de los créditos.
  - Disminución del costo de monitoreo de los préstamos.
  - Mejor posicionamiento ante BCRA y calificadoras de riesgo por mejores carteras y garantías.
  - Menor costo de administración de cartera.
  - Transferencia del riesgo.
  - Recepción de proyectos ya evaluados y gestión de masa crítica.
  
- **Para el Estado**
  - Disminución de la informalidad de la economía.
  - Favorecen la generación de empleo.
  - Incrementan la recaudación impositiva por arriba del sacrificio de la exención otorgada a los socios protectores.
  - Logra transparencias en la asignación de recursos por parte del Estado.

El siguiente cuadro es un resumen de las SGR que funcionan en la Argentina:

<b>Nombre de la SGR</b>	<b>Datos / información particular de cada SGR</b>
Acindar pymes	SGR abierta <sup>297</sup> , 15 empleados directos, fondo de riesgo \$ 80 MM. Con fuerte crecimiento en los últimos años.
Afianzadora de emp. Sidedurgicas (CAES)	Socio protector Ternium Siderar, primera SGR en operar década del 90, cadena de valor-sectorial <sup>298</sup> , no está funcionando actualmente.
Affidávit	SGR de cadena de valor-sectorial, grupo de concesionarios mercedes benz pcia de Neuquén, socios protectores reservados
Afianzar	Abierta, tiene entre sus socios partícipes al diario Zonda de San Juan
Agro aval	Socio Protector principal Aceitera General Deheza, cadena de valor-sectorial
Americana de Avaes	Sin datos
Avaluar	Socios protectores empresas de la familia Madanes (Aluar, Fate), cadena de valor-sectorial y abierta para casos excepcionales (ej. Socio partícipe Heladerías Chungo)
Aval Rural	Socio protector Nidera, cadena de valor-sectorial aunque también ingresan socios partícipes fuera de esta con contactos familiares o empresariales con empresas del sector
Campo Aval	Socios protectores Glencore y Lartirigoyen, cadena de valor-sectorial
Cardinal	Abierta, antes los socios protectores era la cadena de supermercados Libertad, actualmente Cohen sociedad de bolsa
Confiable	Cadena de valor-sectorial, socio protector Granja Tres arroyos
Cuyo Aval	Gobierno de la pcia de Mendoza socio protector, abierta
Don Mario	Semillero Don Mario y Banco Comafi, cadena de valor sectorial sector agropecuario y otras empresas en relación al sector
FIDUS	Grupo IECSA socio protector, rubro construcción, abierta
FOGABA	esto no es SGR, es el Fondo de Garantías de Buenos Aires, sistema abierto
Garantía de valores	Bolsa de comercio y mercado de valores, abierta, opera fundamentalmente descuento de cheques. Fuera de la cámara
Garantizar	Banco Nación, abierta, la SGR de mayor presencia en el país. Fuera de la cámara
Intergarantias	Socio protectores privados, cambios recientes, fuera de la cámara
Los Grobo	30 socios protectores particulares (secreto por habeas data), cadena de valor Los Grobo y molinos, sector agropecuario
Macro aval	Banco Macro socio protector, abierta
Norte aval	Norte Aval es la primera SGR autorizada por el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner luego de la modificación que introdujo la disposición 290 de 2007. Opera en el NOA aunque es abierta a otras pymes de otras regiones del país.
Propymes	Antes Pecomfianza SGR. Sin datos
Puente	Puente Hnos. sociedad de bolsa socio protector, abierta. Fuera de la cámara
Sol garantías	Recientemente la adquirió Don Mario SGR
Solidum	Fondo de riesgo 300 mil \$, de la bolsa de comercio de Tucuman, Bolsa de rosario a la espera de compra por problemas legales
Vinculos	Cadena de valor- sectorial, Granja Las Camelias socio protector

<sup>297</sup> Se distinguen dos tipos de S.G.R.: a) las abiertas, las cuales permiten el acceso como socio partícipe a cualquier empresario Pyme independientemente de la región en que opere o el tipo de actividad que realice, y b) las cerradas, de cadena de valor o sectoriales, donde el acceso como socio partícipe está restringido por actividad o región y generalmente están constituidas por clientes o proveedores del socio protector. En el medio, entre las SGR completamente cerradas y las abiertas, existe un abanico de casos entre los que se encuentran algunas de las SGR que operan actualmente en la Argentina.

<sup>298</sup> A lo largo del trabajo se utiliza la clasificación de las SGR entre abiertas o cerradas. Un término más amigable aplicable a la clasificación de cerradas podría ser SGR sectoriales o de cadena de valor.

Bleger y Rozenwurcel (2000) destacan el aporte del sistema de SGR a la reducción de costos de transacción, ya sea a partir de la mayor eficiencia del garantizador en la obtención de información o de las economías de escala que se logran en la negociación de los deudores agrupados en una sociedad de garantía.

Riding and Haines (2001: 595<sup>299</sup>) señalan que “un sistema de garantía de crédito tiene al menos tres partes: un prestatario, un prestamista y un avalista. El prestatario es a menudo una pyme que busca fondeo a través de deuda. Por los problemas que genera la AI y que expongo a lo largo de este trabajo, los préstamos requeridos son frecuentemente rechazados por los prestamistas privados. Allí es cuando aparece la figura del avalista. Este avalista, usualmente un gobierno u organización mixta o privada, busca facilitar el acceso al crédito a través de la provisión, a los prestamistas, de la seguridad que otorga una garantía para una parte sustancial de la deuda”.

En teoría, para facilitar el acceso al crédito de las pymes en general, es necesario contar con SGR abiertas. En realidad la clasificación abierta / cerrada o cadena de valor no existe formalmente. De hecho las SGR de cadena de valor o sectoriales incorporan también unos pocos socios partícipes fuera de su ámbito de actividad y por lo tanto se las podría clasificar como abiertas. Tenemos aquí la existencia de un trade off, dado que por un lado las SGR sectoriales tienen ventajas de reducción de AI dado el conocimiento específico que poseen, pero por otro lado, al no permitir el ingreso masivo de empresas pyme de diversos sectores (salvo que exista alguna conexión con el resto de sus socios partícipes), limitan su crecimiento en cantidad de socios, fondo de riesgo, cantidad de operaciones y no permite una conexión a nivel país entre las distintas SGR. Por otro lado las SGR abiertas, si se comportan del mismo modo que los bancos en cuanto a requerimientos de información y garantías, es menos lo que aportan a la causa de reducción del racionamiento del crédito, por más que potencialmente puedan generar una mayor difusión del sistema.

Por lo expuesto, no puede afirmarse que las SGR cerradas o de cadena de valor - sectoriales no aporten al objetivo de reducir el racionamiento de crédito, pero dado que sólo se concentran en su cadena de valor y considerando que tenemos en total sólo alrededor de veinticinco SGR operando, si no surgen más SGR abiertas, difícilmente se podrá evaluar el esquema de garantías en la Argentina como un elemento trascendente para reducir el problema de AI y consecuente racionamiento del crédito.

La ventaja puede provenir a partir del conocimiento sectorial específico que realmente mitiga el problema de AI, reduce sensiblemente los tiempos de respuesta, reduce el requerimiento de garantías, y de esta forma facilita el acceso al crédito a la pyme, y aunque actualmente no está aún demostrado en la práctica, también tendría que derivar en un menor costo de financiación para las pymes participantes del sistema. Dada la escasez de recursos destinados a

---

<sup>299</sup> La traducción del inglés al español es mía.

programas de apoyo a pymes, entiendo que el esfuerzo fiscal que se realiza a partir de la desgravación impositiva para los socios protectores que aportan a los fondos de riesgo, tiene que tener su correlato en los beneficios que genera para el sistema en general y para las pymes en particular.

El acceso a la información y estadísticas sobre el esquema SGR en nuestro país se ve fuertemente restringido por diversos motivos. La cámara que agrupa a las SGR argentinas es CASFOG, aunque no existe obligación de enviar información periódica y reglamentada a la cámara sobre la evolución de la actividad de cada una de ellas. Si en cambio tienen obligación de informar a SEPYME, entidad que luego no difunde la información<sup>300</sup>.

La ley de habeas data protege la confidencialidad y es principalmente muy resguardada toda información relacionada con los socios protectores. Conocer los socios protectores y sus intereses en relación al aporte a un fondo de riesgo es un dato no menor a la hora de evaluar el futuro del esquema SGR en la Argentina.

Algunos sostienen que solamente la reducción de los costos de análisis de riesgo de empresas justifica el esfuerzo fiscal. Sin embargo, no es posible hasta el momento atribuir a las SGR una ventaja de costos ni en nivel de eficacia respecto de las entidades financieras en la evaluación del riesgo crediticio y/o en la identificación de empresas o proyectos buenos y malos, ya que como observamos en la comparativa de procedimientos de análisis de riesgo, en el caso de SGR abiertas, tiene bastantes similitudes en cuanto al scoring utilizado y presenta las mismas limitaciones que presenta un análisis por parte de bancos.

En el siguiente cuadro se puede observar el análisis de rentabilidad que ofrece el esquema para un socio protector que aporta a un fondo de riesgo de una SGR (cifras en miles):

Concepto	Año 0	Año 1	Año 2
Aporte de capital	-100		
Deducción IGA	35		
Intereses ganados <sup>301</sup>		7	7
Retiro del Fondo			
Pérdidas por default		-5	-5
Flujo de fondos neto	-65	3	103

En este caso el socio protector obtiene una TIR del 28 %, y si hiciéramos un análisis de sensibilidad aplicando un porcentaje de default del 15% (muy superior a cualquier estadística de cartera normal de crédito), la TIR resultante (14% aprox.) seguiría arrojando rendimientos superiores a la tasa pasiva actual de interés. Esto nos permite concluir que hay espacio como para ofrecer mejores condiciones de acceso al crédito a las pymes si logramos una

<sup>300</sup> Todo esto ha complicado la labor investigativa para esta tesis doctoral. Sin embargo se ha podido acceder a información a través de entrevistas personales a funcionarios claves del sistema.

<sup>301</sup> Por el rendimiento como inversión financiera del fondo de riesgo y exenta de iga (impuesto a las ganancias)



adecuada distribución de los beneficios que genera el ahorro fiscal generado por la desgravación impositiva.

El nivel de default promedio del sistema ronda el 1 %. Esto sin tener en cuenta a Garantizar SGR, que se maneja diferente al resto de las SGR quizá por no tratarse de un emprendimiento privado. Caso contrario no se entiende porque tiene una morosidad superior al 10% (aunque mantiene niveles similares al resto de SGR en cuanto al nivel de envíos a incobrabilidad). Asimismo surgieron algunos problemas con el manejo de la rentabilidad de los socios protectores, con algún socio protector particular que perdió dinero cuando supuestamente el nivel de default está al nivel del resto de las SGR, e incluso el Banco Ciudad se estaría retirando como socio protector. En la medida que la rendición de cuentas no sea transparente y haya permanentemente cambio de directivos, es muy difícil pensar en SGR públicas promoviendo el desarrollo de más SGR abiertas.

Dado que el esquema de SGR no aparece en escena desde una iniciativa privada, sino a partir de un esfuerzo fiscal, cabe analizar si estamos en presencia de algún tipo de externalidad<sup>302</sup> a favor del empresario pyme. Rassiga y Reineri (2000) citan a Coase (1937) quien señala que la regulación puede dar origen a empresas que de otra forma no tendrían razón de ser, al tratar de manera distinta las transacciones en el mercado respecto a las mismas transacciones organizadas dentro de una empresa. Éste parece ser el caso de las SGR que surgen partir de un fuerte apoyo estatal, y esto no implica que el beneficio se traslade efectivamente a las pymes a través de un menor costo del financiamiento.

Las opiniones están divididas. Aunque los sistemas, o programas, de garantías de crédito (CGS, del inglés Credit Guarantee Systems) han funcionado en distintas formas en Europa, EEUU y Japón durante más de treinta años, todavía no hay consenso sobre si efectivamente pueden ayudar a resolver los verdaderos problemas causados por el subdesarrollo de los sistemas financieros.

Existe una crítica a las garantías de créditos según la cual existen otros mecanismos más efectivos para solucionar desde el origen el problema del acceso al crédito de las Pyme (Holden, 1997). Son parte esencial de estas soluciones las reformas en los sistemas institucionales (legales y regulatorios) y en las organizaciones que brindan servicios a las Pyme.

Gudger (1998) si bien sostiene que los CGS no son sustitutos eficaces de una adecuada reforma financiera para los países que así lo requieran<sup>303</sup>,

---

<sup>302</sup> a) Externalidades positivas. - Los individuos o la sociedad disfrutan de utilidades o beneficios adicionales que no han pagado. Veremos que en este caso la oferta de bienes a la que da lugar el mercado es insuficiente.

b) Externalidades negativas. - Los individuos o la sociedad sufren de unos costes adicionales que no han consumido. En este otro caso, veremos que la oferta de bienes a que da lugar el mercado es excesiva

<sup>303</sup> EEUU es un buen ejemplo con su reciente reforma pese a que sus programas de asistencia y garantías funcionan adecuadamente

señala que al haber ineficiencias en los sistemas judiciales de muchos países en desarrollo que impiden la ejecución rápida de las garantías, las garantías de crédito son más eficientes que las garantías reales.

El estudio de Vogel y Adams (1997) sostiene que la "asimetría de información" (es decir, que las PYME prestatarias siempre conocerán más que el prestamista sobre su capacidad y voluntad para pagar un préstamo) y los altos costos de transacción son los verdaderos problemas, añadiendo que los CGS tienden a incrementar estos costos en lugar de reducirlos. Vogel y Adams, opuestos a cualquier tipo de subsidio para las PYME, creen sin embargo que los CGS deben contar con algún subsidio. Sin embargo, también reconocen que cualesquiera que sean los costos y los beneficios de las garantías de crédito, éstas causan menos daño que el suministro de fondos baratos y subsidiados a los prestamistas.

Otra crítica tiene que ver con los costos de los fondos de garantía. Al introducir un agente adicional en la transacción crediticia, el costo final del crédito aumenta ya que se incrementa el costo financiero total. Además, hay autores que señalan que los sistemas de garantías de crédito no son sostenibles a largo plazo y tienen un alto componente de subsidio en sus operaciones (Alvarado y Galarza, 2002).

Finalmente, siempre están presentes los problemas de riesgo moral y selección adversa. En el primer caso, debido a que si los prestatarios saben que sus créditos están respaldados por una garantía de crédito, sus incentivos a cumplir el pago pueden ser menores. Por supuesto esto dependerá de la contragarantía involucrada. En el caso de la selección adversa, dado que los prestamistas tienen sus préstamos asegurados, pueden reducir la exigencia en la selección de clientes, lo cual puede implicar aprobar préstamos con altos riesgos de incumplimiento y relajar las exigencias en la selección. Sin embargo son las propias sociedades de garantía las que deben proteger su fondo de riesgo analizando correctamente a los socios partícipes que califican para recibir avales, y no los bancos que fondean la operación crediticia.

Un informe de la Fundación Capital (2008) procuró comprobar el impacto del sistema de garantía en el acceso al crédito de las pymes, y para ello realizó un análisis para verificar si nuestro sistema de SGR cumplía con los cinco criterios definidos por la Comisión Europea para evaluar el desempeño de un sistema de garantía. Estos cinco criterios son:

- Relevancia
- Adicionalidad
- Eficacia
- Apalancamiento
- Eficiencia

A los que podemos agregar<sup>304</sup>

<sup>304</sup> Se podrá observar cierto solapamiento de conceptos entre los distintos criterios citados.

- Accesibilidad
- Adaptabilidad
- Enfoque sistémico (para favorecer la especialización sectorial)

Y finalmente también hay que considerar el rol de la Política Pública con el objeto de consolidar el crecimiento del sistema de garantías.

## Relevancia

Mide el grado en que las garantías otorgadas por las SGR mejoran el acceso al financiamiento eliminando parte del racionamiento al que son sometidas las pymes en la Argentina. Según la medición de la Fundación Capital, la penetración de las garantías de las SGR en el total del financiamiento a pymes ha crecido hasta alcanzar el 10% del total en el año 2007, mientras que la cartera de créditos otorgada por los bancos y que fuera garantizada por las SGR alcanzaba el 4,7%.

El aval de las SGR es en la práctica el único medio viable para una pyme para acceder al mercado de capitales. Las operaciones con cheques avalados por las SGR son por lejos lo más importante en volumen de dinero y cantidad de pymes participantes. Otras herramientas de crédito utilizadas son los fideicomisos financieros y la emisión de Obligaciones negociables (en adelante ON), aunque en ambos casos (en especial ON) por montos significativamente inferiores al volumen de descuento de cheques.

El financiamiento pyme a través de fideicomisos financieros, que viene creciendo en los últimos años, con el aval de SGR alcanzó en el 2007 el 12,3% del total de emisiones y el 5,7% del monto total colocado en el mercado. En cuanto a la emisión de ON, desde mediados de 2002 a marzo de 2008, el 68% de las emisiones son pyme, y sólo a través de avales de SGR las pymes han podido financiarse en moneda local.

Ya en el año 2007, los cheques de pago diferidos avalados por SGR, alcanzaron un monto de casi 550 Millones de pesos, cifra que crece año tras año (Ver anexos). Actualmente podemos hablar de un volumen que oscila los 1000 MM \$, casi 4 MM \$ por día en las ruedas bursátiles.

Según ley (impuesto al débito y crédito bancario), las operaciones en mercado de capitales resultan exentas o no alcanzadas por el gravamen. La actividad bursátil está también exenta del impuesto de sellos. Estos beneficios impositivos implican que, aún en casos de que la tasa de interés en mercado de capitales para descuento de cheques sea algo superior a lo que ofrecen los bancos, la diferencia por ahorro impositivo para cheques de plazos cortos es imposible de equiparar por los bancos. La ventaja se completa al poder recibir cheques endosables de las distintas cuentas comitentes<sup>305</sup> de sociedades de bolsa. Debe destacarse también que a través del mercado de capitales se pueden descontar cheques con plazos hasta 360 días, mientras que en los

<sup>305</sup> Una persona física o jurídica es un comitente para un agente o sociedad de bolsa, y la cuenta en la que se mantienen los activos financieros más efectivo es denominada cuenta comitente.

bancos los plazos pueden llegar a lo sumo a los 180 días, y en la medida que el plazo se acerca al tope de aceptación bancaria, las diferencias de tasa a favor del mercado de capitales se acrecientan.

Las líneas de descuento de valores reemplazan algunas líneas “clean” de los bancos ya que pueden descontarse cheques propios con aval de las SGR.

Es importante destacar que para reducir AI se requiere el mayor grado posible de transaccionalidad entre bancos<sup>306</sup> y pymes. El descuento de cheques es una forma práctica de ir reduciendo la asimetría de información entre prestamista y prestatario, refiriéndome a la relación empresas – bancos. Al reducirse el nivel de operaciones de descuento de valores en bancos, se pierde esta fuente que ayuda a reducir el racionamiento de crédito como solución a AI.

Al operar por mercado de capitales, quien invierte en los cheques es un inversor privado que asume el riesgo de tomar un cheque avalado por la SGR, pero que desconoce las firmas a las que está financiando. Si en cambio se va reduciendo la AI entre la pyme y la SGR y esto puede repercutir favorablemente en la calificación favorable para líneas de mediano y largo plazo.

## **Adicionalidad**

Se espera que un programa de garantías genere adicionalidad. Esta se puede separar en dos diferentes formas en relación a la accesibilidad al crédito:

- Empresas viables financieramente pero que nunca habían tenido acceso al crédito (en el Sistema Financiero formal) debido a la falta de garantías. (adicionalidad de ingreso).
- Empresas viables financieramente, cuyo nivel de endeudamiento es subóptimo debido a que no poseen las garantías suficientes para acceder a un mayor nivel de crédito. (adicionalidad de mayor deuda).

Las SGR deberían proveer financiamiento adicional en mejores condiciones que el promedio del sistema financiero y abrir alternativas localizadas en el mercado de capitales. Sin embargo, las SGR también pueden generar, en sus socios participes activos, adicionalidad en relación a diversos indicadores de la actividad de las empresas.

Según estimaciones econométricas de la Fundación Capital (2008) para verificar la adicionalidad<sup>307</sup>, en ambos casos los resultados indican que obtener asistencia de una SGR tiene efectos positivos y significativos desde el punto de

---

<sup>306</sup> El mercado de capitales está aún lejos de ser una alternativa a los bancos para los préstamos de capital de trabajo operativo, elemento fundamental en las finanzas pyme.

<sup>307</sup> Fundación Capital utilizó dos bases de datos diferentes, a partir de los datos aportados por las SGR y los provenientes de una base de datos propia con información de deudores en el sistema financiero.

vista estadístico y económico sobre cada una de las variables analizadas. En especial puede decirse que un aumento de la proporción de garantía en relación al activo se correlaciona con un aumento prácticamente proporcional de las ventas sobre activos. En resumen, los efectos de adicionalidad relevados por la Fundación Capital son los que se observan en el siguiente cuadro:

<b>Adicionalidad</b>	<b>¿Qué efecto tiene?</b>
<i>sobre ventas</i>	<i>Efecto proporcional en nivel (uno a uno) Una variación del 10% en el cociente garantía / activo genera un aumento del 6% en el cociente ventas / activos</i>
<i>sobre activos</i>	<i>Nivel 13% mayor para las que accedieron a SGR</i>
<i>sobre tasa de interés</i>	<i>5,6% menor para el financiamiento de los documentos Con aval de SGR 4,6% menor para los créditos bancarios de menor monto</i>
<i>sobre plazos de financiamiento</i>	<i>49% de las garantías monetizadas corresponden a crédito a mediano y LP (hipotecarios y prendarios) frente al 18% del sistema bancario</i>
<i>sobre empleo</i>	<i>Impactando a través de los activos</i>

Fuente: Fundación Capital (2008)

De acuerdo a la evaluación de campo realizada, solo se puede coincidir parcialmente con los resultados expuestos por la Fundación Capital:

- Acceso al mercado de capitales: existen algunas sociedades de bolsa que tienen su propia SGR (vale decir son socios protectores de las mismas). Luego, operan como SGR abierta y los instrumentos de mercado de capitales utilizados son los fideicomisos financieros y el descuento de cheques, utilizando a parte de su propia cartera de clientes comitentes como inversores. Si bien se puede observar aditividad en el sentido del acceso de ciertas pymes a instrumentos a los que antes no accedían, no se observa hasta el momento un incremento significativo de instrumentos a largo plazo. Y a nivel de tasas, el mercado de capitales ofrece tasas similares a las bancarias, con la diferencia ya explicada de las ventajas impositivas.
- Tasas de interés en el mercado financiero: por el momento los bancos en la Argentina no muestran un gran interés por las operaciones avaladas por SGR. En los casos de pymes que ya son clientes de ciertos bancos, la tasa que ofrecen es prácticamente la misma con o sin aval de la SGR. En lugar del aval de la SGR toman directamente la garantía que la pyme ofrece como contragarantía a la SGR, y ofrecen las mismas condiciones de crédito. En estos casos como en la operación con las SGR se debe sumar al fee por aval, puede terminar en algunos casos siendo más costosa una operación por SGR. En el caso del mercado de préstamos autoliquidables (o descuento de cheques) las tasas son similares para operaciones en bancos y mercados de capitales vía SGR, pero las ventajas provienen de factores impositivos.

También pueden observarse ventajas en los plazos más prolongados de para descuento de cheques.

- Sobre los montos otorgados: otro aporte que pueden hacer las SGR, y de hecho se observa últimamente en las SGR de cadena de valor es el otorgamiento de avales para ampliar los límites de crédito dispuestos por los bancos. También cabe agregar el caso de las empresas, viables financieramente, pero con antecedentes negativos y/o malos indicadores actuales, y que actualmente son racionados del sistema bancario. Las SGR de cadena de valor, durante este último tiempo, están generando adicionalidad, agregando crédito adicional a estas empresas insertándolas en el mercado financiero con sus avales.
- Plazos de los préstamos: el sistema de garantías estará en condiciones de generar adicionalidad en plazo siempre que las líneas de largo plazo estén disponibles. Salvo los bancos públicos, y algunas líneas provenientes de acuerdos con bancos del exterior y que se licitan entre bancos a través del BCRA, en general no hay disponibilidad de líneas de largo plazo, no sólo por una cuestión de racionamiento a pymes, sino porque los bancos privados consideran que no es un negocio atractivo, y sus curvas de rendimiento y plazos actuales se extienden hasta 2 años en capital de trabajo, y sólo se extienden a más plazo en algún caso puntual de préstamos hipotecarios o prendarios, o las alternativas de leasing (este último instrumento a tasas más elevadas). En el mercado de cheques en Bolsa los plazos se extienden hasta los 360 días mientras que en bancos sólo se extienden hasta los 180 días.
- Crecimiento de activos y ventas de la empresa: existen diversas variables que impactan en el crecimiento de una empresa, lo cual normalmente se refleja en aumento de sus ventas y activos. No se ha podido encontrar una relación, para los casos observados, en los cuales pertenecer a una SGR genere una ventaja diferencial en relación a obtener crédito en bancos o mercado de capitales sin intervención de la SGR. Tampoco se ha podido comprobar algún caso de empresa que era racionada por el sistema financiero (es decir que no tenía acceso al crédito bancario) y si en cambio pudo ingresar a una SGR, y a partir de allí luego si acceder al crédito bancario. Si hubiera casos con adicionalidad de ingreso al sistema, evidentemente repercutirá favorablemente en la firma y, en correlato con una adecuada estrategia de negocios, facilitará el crecimiento de la empresa. En definitiva, si bien contar con financiación no asegura bienestar y crecimiento para una empresa pyme, allana el camino para que junto a una adecuada administración general de la empresa, pueda crecer en términos de rentabilidad, patrimonio, ventas y activos.

Un argumento general en contra de los sistemas de garantías de crédito es que la adicionalidad no se da en la práctica. En los países en desarrollo la escasez de recursos de los fondos de garantía implica la existencia de un exceso de demandas de préstamos que no son atendidos. Cuando no se atienden los préstamos, aunque la herramienta SGR en teoría debiera generar

adicionalidad, esta no se produce o al menos no se genera en la magnitud deseada.

Dado que este modelo nacido en la década de los 90 tuvo su origen en España, a pesar de que dicho sistema es solventado en un cien por ciento (100%) por fondos públicos, mientras que en Argentina el aporte del Estado es de tan sólo el treinta y cinco por ciento (35%), cabe destacar, que la comparación se hace posible dada la estructura similar de empresas pymes que existe. El éxito para las pymes ha sido rotundo en el país ibérico: alrededor de 100 mil pymes recibieron avales por más de 15 mil MM de euros (datos que se siguen actualizando), lo que ha supuesto una contribución en términos de empleo de más de medio millón de puestos de trabajo.

Algo muy relevante en términos de adicionalidad es el alto nivel de acceso de pymes que se beneficiaron con el sistema con una dotación de hasta 10 empleados (más de 50% de las pymes participantes en los años 2006 y 2007), pymes que al estar dentro del segmento más pequeño son las que presentan más dificultades de acceso al sistema financiero. También el plazo promedio es importante. Mientras en la Argentina la gran mayoría de los avales son inferiores a un año, más del 50% de los avales emitidos por SGR españolas tienen un plazo superior a los 8 años.

## **Eficacia**

La eficacia se mide en la reducción del costo de fondeo para la empresa que busca una financiación. Si bien no aporta la fuente, la Fundación Capital señala que la ventaja en costos oscilaba para el año 2007 entre 200 y 460 puntos básicos de diferencial de tasas (en función del monto de la transacción) respecto del resto del sistema financiero.

A nivel de operaciones de descuento de cheques, para la pyme todo depende la "ventanilla" en que es atendida. Si una pyme desconoce lo que es una SGR, y tiene poca relación con bancos, termina operando en las alternativas más caras del sistema, que lo constituyen algunas financieras y cooperativas de crédito y todo siempre hablando del mercado formal de crédito. Toda alternativa fuera del mercado formal es aún tiene incluso costos más elevados.

Tengamos en cuenta que el volumen anual de cheques descontados con avales de SGR oscila actualmente en torno a los \$ 1000 MM, y donde se observa la eficacia del sistema es en las pymes del interior de país que no tenían acceso (o el mismo era muy limitado) para el descuento de cheques en bancos de primera línea, y terminaban realizando operaciones en cooperativas de crédito o instituciones financieras de segunda línea, e incluso en el mercado informal de dinero a tasas mucho más elevadas.

Dado que los bancos acceden a un colateral de más liquidez en relación al que obtendrían en forma directa de las pymes, se espera que el costo de los préstamos para los socios partícipes sea inferior. Sin embargo, los bancos en

muchas ocasiones no reducen la tasa en operaciones con aval de SGR en relación a operaciones directas con ellos, y si en cambio aumentan el monto del crédito a través de la actualización de la calificación de las empresas que proveen este tipo de avales.

En base a mi propio trabajo de campo he podido desarrollar el siguiente cuadro resumen clasificando por tipo de línea de crédito:

Líneas de crédito	Comentarios
Descuento de cheques	Aquí los bancos compiten con el esquema SGR que monetiza a través del mercado de capitales. El CFT es similar si se excluye el beneficio impositivo de operar en mercado de capitales, el cual inclina claramente a favor del esquema en mercado de capitales
Capital de trabajo hasta 2 años de plazo	En general nivel de tasas similar, conviene el acuerdo directo con banco para evitar comisión de aval SGR. Existen casos con tasas diferenciales con presentación de avales SGR
Líneas de largo plazo	Líneas especiales a través de bancos públicos o acuerdos de fondeo internacional que los bancos licitan a través del BCRA. El esquema SGR más que aportar ventaja de tasa aporta accesibilidad, caso contrario es muy difícil acceder a estas líneas

## Apalancamiento

Según la Fundación Capital ha habido un importante incremento del multiplicador obtenido entre los saldos de garantía y los fondos de riesgo. En el 2007, el multiplicador se ubicó en 1,78 (o 178%), cuando en el 2003 se ubicaba en el 0,67. El nivel de apalancamiento real actual se ubica en torno al 180%. La SGR con mayor nivel de apalancamiento es Garantizar SGR, muy por encima del promedio del resto del sistema que se ubica en torno al 120%.

El promedio de avales / fondo de riesgo fluctúa en función del apalancamiento de cada SGR y del tipo de garantías que otorgan a sus socios partícipes, ya que depende de las ponderaciones de los distintos tipos de avales otorgados. Actualmente para que los socios protectores puedan desgravar todo su aporte al fondo de riesgo, una SGR tiene que estar aproximadamente en un nivel de apalancamiento del 110%, y esto es así porque la mayor parte de los avales corresponde a operaciones de corto plazo, en especial por la alta participación en el negocio de SGR del descuento de cheques, y por la utilización de avales comerciales para los socios protectores que también tienen menor ponderación.

Tenemos aquí un problema de agencia dado el conflicto de intereses entre lo que buscan los privados y lo que pretende el estado como beneficio para la economía nacional. El negocio de los privados es dar la menor cantidad de garantías para correr el menor riesgo posible, y alcanzar el porcentaje



mínimo requerido para desgravar de ganancias el aporte al fondo de riesgo (80 % promedio en los 2 años tomando promedio diario, mensual y anual<sup>308</sup>), lo cual para una SGR operativamente activa es relativamente fácil de conseguir.

En este sentido la Sepyme, a partir de la normativa 128/2010 busca profundizar la diferencia de ponderaciones entre líneas de corto, mediano y largo plazo (mayor exigencia a partir del 2011) premiando con una mayor ponderación a las garantías sobre préstamos de largo plazo, a la vez que para solicitar un aumento del fondo de riesgo se deberá presentar un plan de negocios y alcanzar un nivel de apalancamiento del 150%.

En la siguiente tabla se observa el cambio de las ponderaciones a partir del próximo año:

<b>Tipo de garantías</b>	<b>hasta el 31/12/2010</b>	<b>desde el 01/01/2011</b>
Financieras > 4 años	95%	95%
Financieras > 2 años	90%	80%
Financieras < 2 años	75%	70%
Comerciales No Soc. Protec.	65%	60%
Comerciales Soc. Protec.	35%	30%
Técnicas	20%	10%

Más allá del efecto multiplicador respecto al Fondo de riesgo, lo relevante para las pymes es el efecto multiplicador que pueden obtener sus colaterales, es decir de qué forma con los activos disponibles para ofrecer como garantía pueden aumentar la disponibilidad de crédito externo para sus empresas.

Si una pyme posee una propiedad tasada en 1 MM de pesos, no puede subdividir la misma para ofrecer más de un colateral para distintas líneas de créditos. Supongamos que la empresa es calificada para una línea de crédito de \$ 500 mil se ve forzada a ofrecer como contragarantía un activo por el doble de valor que el crédito que recibe. Luego, ¿de qué le sirve a una pyme que una SGR pueda apalancar su fondo de riesgo si igualmente tiene que inmovilizar \$ 1 MM de colaterales para obtener una línea por la mitad del valor del activo inmovilizado? Esta problemática aplica para todas las líneas de capital de trabajo a corto y mediano plazo y para las líneas de inversión a largo plazo.

Cabe destacar sin embargo que el efecto multiplicador de los fondos de riesgo si puede ayudar a las pymes, ya que las SGR, sin necesidad de obtener nuevos aportes de socios protectores (más el trámite no menor de autorización de la sepyme) pueden avalar a mas pymes.

En el caso de las líneas de descuento de cheques cuyas contragarantías son fianzas, tampoco podemos hablar de las ventajas que ofrece efecto multiplicador, porque de hecho los cheques de pago diferido de los diversos

<sup>308</sup> Respecto al tema del porcentaje mínimo de avales flotantes y el promedio mensual a considerar, si bien CASFOG advirtió a SEPYME sobre ciertos errores de exposición en la disposición 128 (que darán lugar a errores de interpretación) sobre como calcular los promedios, por el momento no se introdujeron las modificaciones propuestas.

clientes constituyen en sí mismos garantías de pago ya que cumplen el rol de diversificar y mitigar el riesgo de impago, amén de facilitar la cancelación del préstamo al ser líneas autoliquidables.

Por si acaso el negocio incumple con su deber de pagar el préstamo, el banco tendrá la facultad de ejecutar sobre el fondo de riesgo de la SGR, que a su vez podrá ejecutar los colaterales<sup>309</sup> de las pymes que son socios partícipes. Los activos tales como edificios, terrenos, equipos, cuentas por cobrar, inventario, se consideran fuentes de efectivo (a distinto plazo) para el pago de deudas. La ley en su artículo 61 señala que las SGR deberán solicitar contragarantías a sus socios partícipes al momento de otorgar un aval, pero nada señala respecto de que porcentaje sobre el aval otorgado, ni tampoco un esquema de aforos sobre los activos ofrecidos en garantía. La realidad indica que el valor de mercado de las contragarantías en general supera el valor de los avales recibidos por las pymes.

Más allá de lo expuesto empieza a observarse cierta diferencia a favor de las SGR en cuanto a requerimientos de garantías y costos asociados. Si bien todavía hay algunas SGR que solicitan lo mismo que un banco tanto a nivel de documentación como de contragarantía, hay otras SGR que avalan a pymes para créditos de hasta 2 años de plazo con la contragarantía de fianzas, algo que solo ocurre con bancos si existe una elevada transaccionalidad previa.

## **Eficiencia**

El sistema pone en operación las fuentes de financiamiento externo a la pyme al menor costo para la economía. La oferta de productos de la SGR muestra un perfil diferenciado donde se destaca la mayor disponibilidad de financiamiento a mediano plazo destinado a la adquisición de bienes de uso y proyectos de inversión. Igualmente las SGR operan dentro de una realidad de mercado de crédito más amplia que impone sus propias limitaciones. Entre ellas se destaca la falta de fuentes de fondeo a un plazo acorde. Esta limitante, todavía no resuelta, es hoy el principal desafío de la política pública.

Es aquí una realidad la inexistencia de líneas de largo plazo. Las SGR no proveen fondeo ni crean líneas de crédito. Las líneas de crédito provienen de los bancos o del fondeo público que se canaliza a través de los bancos. Si los bancos tienen curvas de rendimiento armadas para el otorgamiento de líneas de crédito máximas a 2 años, por más que existan avales de las SGR no habrá oferta de líneas de crédito a 5 años.

Si bien las distintas SGR, en sus páginas web ofrecen variadas ventajas potenciales para quienes deseen participar, no siempre todo lo mencionado está disponible en los bancos para los socios partícipes de las SGR.

---

<sup>309</sup> En el desarrollo del trabajo se utilizan en forma indistinta los términos colateral y garantía para referirme a todos los activos que pueden respaldar el pago de una obligación cuando el flujo de fondos del negocio no alcanza para cumplir con los vencimientos de deuda pactados. Algunos autores diferencian los colaterales (bienes de la empresa o los dueños) de las garantías (bienes de terceros), aunque en ambos casos la finalidad es la misma: respaldar el crédito que asume una empresa.

Las SGR ofrecen endeudamiento (a través de distintos prestamistas) en pesos y dólares con plazos de hasta 5 años (con tasa fija o variable, con amortización mensual o semestral y posibles periodos de gracia). Cuentan con acuerdos con entidades financieras que incluyen líneas de corto plazo hasta un año con diversos tipos de amortización y tipos de líneas (capital de trabajo, prefinanciación de exportaciones, importaciones), menores tasas, bonificación de comisiones, alargamiento de plazos y/o mejora de calificación más aumento de línea preexistente.

Las únicas líneas disponibles, refiriéndome al largo plazo, en teoría provienen de los bancos públicos (Nación, Provincia, Ciudad) y del Bice<sup>310</sup>, y es realmente arduo cumplir con toda la requisitoria de información de estas entidades, con el adicional para la pyme de ya tener la documentación entregada y habiendo obtenido la calificación en alguna SGR.

Una consideración en cuanto a los beneficios de obtener la garantía otorgada por la SGR para la empresa pequeña o mediana. Sostienen algunos autores que se puede demostrar que se reduce el costo del financiamiento debido a:

- la disminución del costo de operación de las SGR por la transferencia de recursos del socio protector para la evaluación del riesgo crediticio;
- la reducción de los costos de las entidades financieras por la disminución de los requerimientos de capitales mínimos y el régimen de previsionamiento

Debe recordarse que solicitar el aval de la SGR tiene un costo cuyos componentes son: el interés perdido por el aporte de capital social a la SGR más el pago de los gastos administrativos derivados de la operación. Éstos últimos podrían clasificarse en: gastos de estudio del proyecto (que darían lugar al pago de una "comisión por estudio") y gastos de monitoreo del cumplimiento de las obligaciones del socio avalado (que darían lugar al pago de una "comisión por aval").

De manera que el beneficio (costo) de solicitar el aval de una SGR surge de la diferencia entre el valor actual de la operación de préstamo avalada por la SGR y el valor actual de la misma operación sin ese aval. Dicho de otro modo, se puede valorar el beneficio (costo) de participar en el sistema por la diferencia entre la tasa de interés efectiva del préstamo en las condiciones del mercado y la tasa de interés efectiva del préstamo avalado por la SGR. Para que se concrete un beneficio, en consecuencia, esa diferencia debe ser positiva.

No se puede dejar de mencionar entre los participantes del sistema a la sociedad en su conjunto como financiadora del mismo, a través del subsidio otorgado a los socios protectores, el cual, eventualmente, se transferirá parcialmente a las Pymes. Tal subsidio implica un costo de eficiencia sobre el

---

<sup>310</sup> En base a caso real de empresa con excelentes indicadores que obtuvo la calificación SGR para una línea de largo plazo vía BICE. Se preparó toda la documentación nuevamente para el banco, se entregó y estuvo la carpeta sin abrir durante 60 días. La decisión fue prescindir del BICE y pasar a calificar desde cero en el Banco Nación.

que no es necesario abundar, además de una transferencia de rentas hacia grandes empresas.

Si bien los argumentos a favor de la protección de las Pymes son conocidos, se debe mencionar que el funcionamiento de sociedades de garantía recíproca no implica inevitablemente el otorgamiento de subsidios. Países desarrollados utilizan este sistema sin recurrir a desgravaciones impositivas, si bien también existen otros (como Alemania, por ejemplo) que eximen a la SGR del pago de impuesto a las ganancias.

## **Accesibilidad**

Un sistema de garantías debe facilitar el acceso al crédito. Si se mantiene sin cambios con o sin sistema de garantías entonces nada aporta en términos de accesibilidad.

Debemos analizar tres aspectos en relación a lo que aporta el sistema de garantías:

- si mejora el acceso a los créditos bancarios y al mercado de capitales;
- si reduce la carga administrativa que conlleva calificar directamente en los bancos debido a la AI;
- si el acceso a diferentes SGR es amplio y sin demasiadas restricciones.

En relación al primer punto es todavía enorme el camino a recorrer tanto en el mercado directo (mercado de capitales) como indirecto (bancos). Lo que sí ha mejorado notablemente es el acceso a la operatoria en mercado de capitales de descuento de valores, lo cual sin embargo compite directamente con el mercado de cheques que vienen trabajando los bancos desde hace años, y esto sin duda afecta la receptividad de los bancos respecto a las operaciones de SGR ya que el sistema es considerado por varios bancos como competencia y no como elemento que complementa al sistema financiero.

Adicionalmente el esquema de garantías tiene un fundamento teórico central que es la utilidad de los colaterales que ofrece una pyme como contragarantía, los cuales si bien no sirven para ofrecer a un banco si sirven para ofrecer a una SGR. Si los requerimientos de garantías son los mismos o, en algunos casos más exigentes, claramente la SGR no está cumpliendo su rol en el sentido de facilitar la accesibilidad al sistema de créditos.

Muchos bancos ofrecen líneas de capital de trabajo a través de préstamos amortizables a uno o dos años con fianza de los socios, en cambio y paradójicamente muchas SGR ofrecen estas mismas líneas pero contra la presentación de una garantía real. Hay también SGR que incluso para líneas de descuento de valores, si los mismos no son considerados como de primera línea, hasta pueden llegar a solicitar garantía hipotecaria para tales operaciones.

En relación a la reducción de la carga administrativa, precisamente, parte del racionamiento del crédito se debe a la alta carga administrativa que conlleva una calificación de riesgo crediticio. Efectivamente, calificar en una SGR es menos traumático y de proceso más corto en relación a un crédito bancario<sup>311</sup>. Me refiero siempre a la primera calificación, ya que una vez que hay operaciones transaccionales entre banco y pymes, en este caso siguen siendo los bancos más ágiles que las SGR. Cabe destacar sin embargo que calificar en una SGR no implica evitar la presentación del legajo de crédito en los bancos. La diferencia radica en que el banco no analiza riesgo sino que completa el legajo para cumplir con la normativa del BCRA, lo cual sin embargo genera una carga administrativa pesada para la pyme dada la duplicación de carpetas a presentar (SGR + banco).

Finalmente en relación al acceso amplio o restringido, mi postura es que siguen siendo muy pocas las SGR realmente abiertas (ej. Garantizar - Garval). La mayoría de las SGR son diagramadas exclusivamente para la cadena de valor de los socios protectores y el acceso está restringido a este grupo de empresas. Por un lado estas SGR sectoriales tienen ventajas informativas que les ayudan a reducir la AI. Esto ocurre porque aun nuestro sistema de SGR no ha desarrollado un gran mercado, no existe descentralización de análisis de riesgo a nivel regional (solo es parcialmente sectorial), y por ende una SGR que quiere trabajar con esquema abierto no cuenta con la información transaccional que si tienen las SGR sectoriales y los bancos.

Debe aclararse que ser teóricamente una SGR abierta no garantiza una mayor accesibilidad. De hecho, las SGR de cadena de valor son más fácilmente accesibles por quienes participan del sector respectivo y/o son vinculados por funcionarios comerciales y/o distribuidores con buenos antecedentes<sup>312</sup>. Existen SGR abiertas con un grado de requerimientos a nivel información y garantías que hacen preferible autoexcluirse del sistema y buscar directamente el crédito bancario.

## **Adaptabilidad**

La adaptabilidad tiene que ver con los productos financieros que requiere la pyme y que las líneas accesibles a través de aval sgr puedan cumplir con esto.

Las condiciones son, en parte, los propósitos o los usos que se le dará al dinero tomado en préstamo. Puede que se utilice en la compra de equipo o inventario. Puede que se use como capital de trabajo. Otras condiciones que se consideran son las de la economía en general, la de su industria y las demás

---

<sup>311</sup> No siempre se da esta situación. El caso de Garantía de Valores SGR es paradójico. Mantienen una estructura para el sector de Análisis de Riesgo de tres personas (muchas empresas medianas cuentan con dos o tres personas en créditos y cobranzas), tienen entre 400 y 500 socios partícipes y mantienen una alta exigencia de documentación inicial y formalidades a presentar que generan la automarginación de las empresas que quieren ingresar al esquema de SGR.

<sup>312</sup> Por buenos antecedentes aquí nos referimos a la buena performance de las empresas que presentan a las SGR para calificar como socios partícipes y recibir avales. Del mismo modo, las gerencias de riesgo de las SGR van conociendo también a los "malos vinculadores" de nuevos casos.

industrias que afectan la suya y en este punto cobra trascendencia el concepto de lo sectorial y lo regional.

Cada sector industrial presenta sus particularidades en relación a las finanzas de sus empresas integrantes. Desde luego, no todos los empresarios manejan en forma homogénea su planificación financiera de corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, y pese a que existen políticas heterogéneas de administración financiera, cada negocio puede presentar algunos rasgos comunes que requieren de la disponibilidad de cierto tipo de líneas de crédito a medida.

En el sector pyme productor de conservas vegetales (Ej., durazno, tomate, otros). La temporada alta se presenta durante fin de primavera y verano. Las firmas más que triplican su dotación de personal en esta época, requieren de un abastecimiento de materias primas durante un cuatrimestre para sus /necesidades cuasi anuales, y dependiendo de su cadena de comercialización, pueden tener que otorgar largos plazos de venta a sus clientes.<sup>313</sup> Para este caso, y considerando que es un negocio de cierto riesgo y que requiere del otorgamiento de garantías, un producto a medida puede ser un préstamo para capital de trabajo a un año de plazo con esquema de amortización trimestral, con garantías de warrants sobre producto terminado. Las SGR especializadas en el agro, utilizan el esquema de fideicomisos para conseguir capital de trabajo hasta un año de plazo a través del mercado de capitales.

La capacidad de pago del negocio que toma dinero prestado es el factor más importante en la decisión del prestamista. El banquero desea conocer de la forma más detallada posible como hará un prestatario para devolver un préstamo. Por tal motivo resulta fundamental que una línea de crédito guarde relación con el ciclo del negocio y/o con el tipo de activo que se está financiando. Si se utiliza una línea de capital de trabajo para financiar activos fijos, si la misma línea no es renovada, y por más que el negocio se desarrolle correctamente, difícilmente se podrá repagar el préstamo.

Sin embargo y pese a que el flujo de efectivo del negocio es un elemento clave, el historial de crédito del dueño, incluyendo tanto sus deudas pasadas y presentes, como las personales y comerciales, es considerado como un buen indicador de su futuro comportamiento, y los bancos querrán saber también sobre posibles fuentes alternativas de pago por si el proyecto financiado fracasa.

Aquí presentan ciertas ventajas las SGR de cadena de valor ofreciendo un abanico mayor de alternativas para concretar el otorgamiento de avales. Mientras algunas SGR abiertas, para determinados créditos, requieren exclusivamente de garantías reales hipotecarias, otras SGR sectoriales solicitan prendas flotantes sobre haciendas, sementeras, diversidad de productos terminados, y también warrants sobre los mismos productos.

---

<sup>313</sup> En realidad esto fue particularmente grave en la década del 90 con plazos excesivamente largos solicitados por las cadenas de hipermercados, lo cual produjo graves trastornos financieros a pymes productoras de todo el país.

## Enfoque sistémico

La competitividad sistémica, en el ámbito de acción que puede proporcionar un sistema de garantías, se puede entender como un proceso de mejora continua en cada uno de los siguientes aspectos:

- reconoce fallas en las respuestas de los agentes e información asimétrica, y busca constituirse en el puente de contacto inicial entre empresas y bancos más mercado de capitales;
- revaloriza aspectos microeconómicos y de entorno técnico productivo para la competitividad, adaptando sus productos y servicios a las características del segmento de empresas pyme que forman parte de su conjunto de socios partícipes;
- revaloriza los espacios regionales, locales y las cadenas de valor empresarias, especializándose por áreas de negocios y zonas geográficas;
- reemplaza políticas de asistencialismo por la de provisión de servicios reales, a través de aportar para la generación de líneas de crédito competitivas para las pymes a nivel internacional y reemplazando paulatinamente la necesidad de subsidios estatales;
- procura generar externalidades positivas que desarrollen competencias específicas en las firmas y en el sector en que ellas operan, facilitando el proceso de planeación estratégica y la formulación de planes de negocios a mediano y largo plazo.

Si bien el esquema de SGR se presenta como una alternativa válida, la falta de información en cuanto a su funcionamiento a nivel cámaras empresariales y la ausencia de un mensaje claro en cuanto a las ventajas y desventajas de este instrumento, sumada a las idas y venidas en el orden legislativo y regulatorio, han colaborado a crear cierta reticencia al esquema a nivel empresarial. A lo anterior hay que sumarle el aspecto cultural; la mayoría de las pymes del segmento industrial pertenecen a inmigrantes de posguerra, a sus hijos o a sus nietos, quienes tienen estrategias de administración, inversión y ahorro más o menos conservadoras<sup>314</sup>, con lo cual, si se va introducir un nuevo instrumento a este mercado el mismo debe contar con una reglamentación y regulación clara desde el inicio.

Aunque no exista una coincidencia de opiniones respecto a los beneficios sistémicos que ofrecen los sistemas de garantías, dentro del esquema de SGR no podemos dejar de reconocer a este tipo de entidades como sociedades especializadas en la gestión del riesgo Pyme, lo que ha permitido desarrollar exitosamente instrumentos de análisis de riesgo distintos de los habituales en el sistema financiero. Se espera que en la Argentina se obtenga una sinergia entre bancos, mercado de capitales y SGR mucho más importante que la actualmente observada.

---

<sup>314</sup> Ser empresario pyme en la Argentina implica una mentalidad no conservadora a nivel general. Dentro de la estrategia empresarial podremos luego hablar de esquemas más o menos conservadores de toma de decisiones en materia financiera.

En España, evidenciando su función de ayuda a pymes, casi el 80% de los avales emitidos son por un importe inferior a los 66 mil euros. Existe además una importante diferencia entre quienes prestan a pymes bajo garantía de una SGR. En España existe el sector financiero (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) aportan el 64,2% del crédito. Esta activa participación tiene su origen en incentivos generados por la autoridad monetaria española (niveles de encajes y previsionamiento), y que aún tiene mucha resistencia en el ámbito local.

Además existe una fuerte resistencia por parte del sistema bancario en participar activamente en esta operatoria, considerada competencia para sus líneas de préstamos, muchas de las cuales tienen tasas de interés más elevadas.

Es fundamental el trabajo de las SGR, para reducir la AI, ayudando a la consolidación de un carácter<sup>315</sup> positivo de las empresas prestatarias. Actualmente los bancos no participan del riesgo pyme en las operaciones con las SGR. Por cada peso de préstamo se requieren un peso de aval de la SGR, con la aclaración de la variedad de fondos de riesgo, su calificación y su nivel de liquidez. Para que el sistema funcione mejor, todos los participantes tienen que asumir su porción de riesgo, y un objetivo fundamental del sistema de garantías es reducir la selección adversa.

Los bancos prefieren aquellas SGR con menor apalancamiento de sus fondos de riesgo, y también influye el tema de los antecedentes de algunos socios protectores (ej. Mastellone y antecedentes de concurso preventivo) independientemente de la conformación y la calificación de riesgo del fondo de riesgo, que es independiente del patrimonio del socio protector. Tampoco ayuda la nueva normativa en lo referente a la calificación del fondo de riesgo y consecuente aceptabilidad por parte de los bancos, dada la nueva limitación existente para inversiones en el exterior, ya que ahora la totalidad del fondo de riesgo debe invertirse en la Argentina, y si desmejora el contexto macroeconómico, decaerá rápidamente el nivel de actividad de las SGR.

Las SGR también deberían ser quienes puedan crear el mercado de securitización de créditos a largo plazo a las Pymes, mientras que tiene que haber una importante responsabilidad no solo del sector público en la provisión de fondeo a largo plazo. Los bancos privados son parte vital de esta sinergia necesaria, para que una mayor disponibilidad de líneas de largo plazo pueda ser rápidamente aprovechada por las SGR en beneficio de sus socios partícipes.

Una buena señal en relación a este punto son los proyectos de coaval<sup>316</sup> entre diferentes SGR, en especial si participan tanto SGR abiertas como sectoriales. En estos casos, a partir de la menor AI que sufre la SGR sectorial se amplía la base de conocimientos de empresas de las SGR abiertas, y los bancos públicos y privados van generando cierta trayectoria en este tipo de

---

<sup>315</sup> La impresión general que usted crea ante el banquero es lo que se conoce como el carácter. Es una opinión subjetiva del banquero que incluye un análisis de la experiencia, educación y referencias que ofrece la dueña. Se consideran también el trasfondo y la experiencia de los empleados claves.

<sup>316</sup> Como ejemplo línea del BNA con coaval de Garantizar SGR, Acindar Pymes, Los Grobo y Aval Rural SGR.



operaciones, lo cual debería concluir en una mayor flexibilidad futura para la concreción de operaciones.

Finalmente, un enfoque sistémico implica también la participación activa de las grandes empresas y su cadena de valor.

## **Política Pública**

El emprendedor tendrá éxito en la medida que sepa organizar sus recursos, hacer frente a las demandas del mercado y a los cambios del entorno. Sus estrategias con una mezcla de intuición, estructura orgánica, liderazgo paternalista, con una misión y objetivos fuertemente centralizados, pero con una fuerte descentralización operativa.

Nos hemos alejado de las concepciones estrechas y hoy la competitividad trasciende el marco interno, para pasar al entorno nacional e internacional. Por lo tanto la verdadera prueba de la competitividad requiere que el accionar público ordene las variables económicas y trabaje sobre varios indicadores, tales como la productividad de todos los factores de producción.

De allí entonces que existe de su parte una cuidadosa tarea de mantener que el capital posea una rentabilidad efectiva, para que los actores económicos desarrollen sus respectivos proyectos de inversión, con valores de rendimientos de los activos que superen el costo de su financiamiento.

En relación a la política pública, tres pilares son identificados con el objeto de consolidar el crecimiento de los últimos años en el esquema SGR:

- El apoyo público y el reconocimiento a la adicionalidad de las SGR;
- El establecimiento de un marco regulatorio claro y previsible que permita el mayor desenvolvimiento de la industria;
- La necesaria puesta en marcha del producto de reafianzamiento de las garantías como mecanismo para profundizar los objetivos de la política pública.

Si nos preguntamos cómo hacer para que crezca el sistema de SGR, inicialmente puede haber cierta tendencia a pensar en el incremento de la intervención pública. Si las entidades públicas, en lo que atañe a cada una (básicamente me refiero a Garantizar y Fogaba) trabajaran con indicadores similares al resto del sistema en cuanto a ratio de morosidad y defaults, rendimiento de fondos de riesgo, adecuados controles de las condiciones para desgravar impuestos por parte de los socios protectores, estructura de personal y transparencia en la gestión, estaría de acuerdo con tal proposición.

Si en cambio, Garantizar SGR tiene una estructura de personal notablemente superior al resto de las SGR<sup>317</sup>, un ratio de morosidad superior al resto del sistema, problemas con algunos socios protectores en relación al rendimiento de los fondos de riesgo y se aprueben otorgamientos de algunos avales por motivos políticos, me inclino a pensar en que el desarrollo deberá generarse por el lado de las SGR privadas.

Es muy interesante el desarrollo de Los Grobos SGR. La Sepyme los autorizó a pasar de un fondo de riesgo de \$ de 37 MM a un fondo de riesgo de \$ 100 MM, autorizando en tramos con metas de cumplimiento de apalancamiento, tiene una estructura de rrhh de sólo seis personas más la red comercial de la empresa, y recientemente incorporaron como socio protector a la empresa Molinos.

A nivel de análisis de riesgo, las carpetas, a diferencia de los bancos, sólo se evalúan al ingresar una empresa como socio partícipe y al otorgar avales. Entiendo que mejoraría el control y la accesibilidad algún esquema de precalificación, el establecimiento de ciertos parámetros objetivos a cumplir dentro de lo que es el análisis cuantitativo, la incorporación del análisis de ciertos aspectos cualitativos, y una adecuada auditoria por parte de la Sepyme a todas las SGR. Esto es fundamental para el fortalecimiento de los fondos de riesgo y la promoción hacia los bancos de la confianza en el sistema.

## Primer Pilar

El primer pilar de la estrategia de crecimiento de la industria es el trabajo conjunto entre el sector público y privado, algo que hasta el momento presenta enormes áreas de oportunidad de mejora.

Las opiniones están divididas en relación a si el esquema de desgravación impositiva previsto actualmente genera o no los beneficios que el esfuerzo fiscal requiere. Por un lado, es fácilmente demostrable que el socio protector obtiene elevada rentabilidad por aportar al fondo de riesgo, pero solo una pequeña parte de este beneficio se vuelca hacia un beneficio para las pymes socios partícipes. Por otro lado también se observa un crecimiento importante en el volumen de cheques que se operan en la Bolsa de Comercio, reemplazando parcialmente operaciones que se volcaban en el circuito informal de crédito a través de “cueveros” que no pagan ningún tipo de impuestos.<sup>318</sup>

En teoría, la reducción del costo del financiamiento para las Pymes se debería a:

- la disminución del costo de operación de las SGR por la transferencia de recursos del socio protector para la evaluación del riesgo crediticio;

<sup>317</sup> Lo que parcialmente se justifica en la necesidad de una estructura comercial que las SGR privadas no tienen por utilizar la misma estructura de las empresas socio protectoras

<sup>318</sup> Según datos extraoficiales (fuente experto en mercado financiero) “durante el año 2009 quedaron en poder de las pymes y no de los cueveros más de 70 millones de pesos gracias a que pudieron descontar cheques en la Bolsa y el estado recaudó 8 millones de pesos en IVA a los intereses que los cueveros hubieran evadido”

- la reducción de los costos de las entidades financieras por la disminución de los requerimientos de capitales mínimos y el régimen de provisionamiento;
- la mayor eficiencia en la calificación de riesgo del cliente, en el caso de las SGR cerradas.

En este sentido, se debería trabajar para incentivar la actividad de las SGR existentes y promover la creación de SGR nuevas que atiendan las distintas realidades del entramado productivo nacional, consolidando el crecimiento de los recursos destinados a incrementar el uso de las garantías entre las Pymes.

En la nueva normativa (disposición 128 / 2010) se ha trabajado sobre los mecanismos para la incorporación de los socios protectores (principales beneficiarios de la desgravación impositiva), en la variedad de garantías que las SGR pueden ofrecer, en la política de inversiones y en el nivel de apalancamiento que deben alcanzar para lograr los beneficios fiscales.

El subsecretario Pyme<sup>319</sup> señala que con la nueva normativa se busca lograr una mayor solidez de las SGR, reducir la volatilidad del fondo de riesgo, incrementar el menú de garantías a ofrecer a las pymes, establecer incentivos adicionales para otorgar garantías a largo plazo (vinculadas a créditos de inversión) y lograr una mayor penetración en el mercado de capitales y bancario.

A favor se puede señalar que mediante las nuevas normas reglamentarias resumidas en la Disposición 128/2010 se unifican una serie de disposiciones que se fueron sucediendo en el tiempo, y a la vez innovan en el funcionamiento y control de las sociedades de garantía. Un punto clave en el desempeño de los sistemas es su calidad legislativa, y contar con una disposición reglamentaria reunida en una única norma es un paso en búsqueda de una mayor transparencia y previsibilidad del sistema.<sup>320</sup>

Dado que existe un esfuerzo fiscal para promocionar el sistema de SGR, resulta necesario maximizar el impacto que tiene para el acceso al financiamiento de las pymes, y en especial en lo referido a inversiones productivas lo que conlleva a maximizar el acceso a líneas de largo plazo. Resulta fundamental mejorar la oferta de garantías de las SGR para que los participantes del mercado financiero encuentren en estas garantías un instrumento capaz de facilitar el acceso al crédito de las pymes.

Aún hay mucho desconocimiento en relación al esquema de SGR. Muchas instituciones financieras aún no saben bien como funciona, falta mucha difusión hacia las empresas. Algunos bancos de primera línea como el Santander Río apoyan la operatoria, el Banco Galicia trabaja con algunas SGR, lo mismo ocurre con el Credicoop, el Itaú está empezando a trabajar, pero aún

<sup>319</sup> Subsecretario Pyme y Desarrollo Regional de la Secretaría de Industria, Comercio y Pyme, Ministerio de Industria y Comercio, Licenciado Horacio Roura (año 2010).

<sup>320</sup> Sin embargo, no existió una participación de todos los actores en la generación de la nueva normativa unificada ya que faltó la presencia de la banca privada y de representantes de pymes para poder completar el conjunto de actores que de una u otra manera tienen conexión con el sistema.

falta mucho para que los bancos adquieran confianza en el esquema y que sea masivamente utilizado por el sistema financiero.

La misma operatoria de los bancos complica el objetivo de comunión entre las partes involucradas en el sistema. Además que algunos bancos tienen sectorizados sus segmentos comerciales como para que alguno de ellos pueda enfocarse en el sistema SGR (ejemplo división sector pyme y sector agropecuario y falta de definición de que sector debe atender el producto SGR), otros tantos bancos piden reciprocidad a las SGR solicitando el depósito de plazos fijos pertenecientes a los fondos de riesgo como condición para el ofrecimiento de líneas de crédito con aval SGR, y algunas SGR no aceptan esta especie de “chantaje” al que habitualmente son sometidas las pymes cuando buscan las líneas en los bancos (canje créditos por contratación de servicios).

La industria se vería ampliamente beneficiada de un número mayor de SGR que aporten al desarrollo de estrategias innovadoras focalizadas en las Pymes. Esto resulta más importante aún si se tiene en cuenta la falta de actores financieros regionales y la evidente concentración de la actividad financiera en la Capital Federal.

## **Segundo Pilar**

El segundo pilar corresponde a la supervisión y regulación de la industria. Un marco regulatorio previsible y con reglas claras, en el cual se identifiquen los objetivos de largo plazo del sector, es indispensable. Por otro lado, las SGR deberán trabajar con las calificadoras de riesgo, las entidades financieras, las autoridades de regulación y la CNV para fijar criterios específicos para evaluar al sistema.

Los criterios que brinde el BCRA respecto del cómputo de las provisiones vinculadas a créditos con las garantías de las SGR resultan un factor clave, y lo mismo ocurre con la CNV en relación a la regulación en el mercado de capitales. Sin embargo, el actor central debe ser el sistema bancario, ya que el abanico de posibilidades en cuanto a productos financieros no resulta fácilmente reemplazable ni replicable a través de otros monetizadores.

Agrega valor para las pyme el presentar garantías preferidas del tipo A. Para ello la SGR que emite el aval debe estar inscripta en el BCRA, el cual requiere de un proceso de inscripción arduo y complejo, y una carga administrativa elevada por la régimen informativo requerido. En este sentido la Sepyme está desarrollando plataforma para un nuevo régimen informativo, aunque en principio el régimen informativo obligatorio desde el año 2011 es de muy difícil cumplimiento en cuanto a plazos de presentación.

Si la Sepyme por un lado y el BCRA por otro, comparten la supervisión del esquema de SGR, un primer objetivo a cumplir es una armónica relación entre ambas entidades, algo que actualmente no ocurre.

La alineación de los incentivos es otro incentivo para que en forma creciente las entidades financieras utilicen las garantías y una mayor transparencia y solvencia según el riesgo asumido por las SGR desde que son supervisadas por las autoridades financieras. Cabe agregar que un marco regulatorio previsible y con reglas claras, en el cual se identifiquen los objetivos de largo plazo del sector, es indispensable considerando que las SGR quedarán reguladas por dos autoridades públicas, una con capacidad para autorizar nuevas SGR, imponer multas y ordenar el cese de actividades, y la otra, con mayor experiencia en la sostenibilidad financiera, encargada de supervisar su funcionamiento.

Aunque el BCRA es responsable de supervisar entidades no bancarias debería evaluarse la conveniencia de lograr una regulación especializada sobre las SGR considerando que no todas las SGR trabajan con entidades financieras y por lo tanto no tienen necesariamente el interés de alcanzar la categoría de garantía preferida "A" que otorga el BCRA<sup>321</sup>. La principal razón de la especialización es diferenciar a las SGR de las entidades financieras y no assimilarlas con normativa bancaria existente como las normas de fraccionamiento y graduación del crédito así como capitales mínimos.

Por último, en la medida que se logren niveles de apalancamiento superiores sería deseable revisar los niveles de diversificación tanto para el monto de las garantías como para el límite a trabajar con monetizadores individuales posiblemente de muy difícil cumplimiento con niveles de apalancamiento mayores.

### **Tercer Pilar**

El tercer pilar es el reafianzamiento a ser instrumentado por el FOGAPYME, como el instrumento de política pública existente que permitiría mejorar el grado de utilización de las garantías y el multiplicador de la industria. El fondo por distintas razones nunca estuvo operativo, no obstante su potencial, lo que ha significado una verdadera desventaja para la industria.

FOGAPYME fue constituido en 2002 dentro de la Ley 25.300, tiene el objetivo, junto al FONAPYME, de incentivar el crédito a las Pymes. Su tarea es actuar como reafianzador de las garantías otorgadas por el sistema de SGR. El fondo por distintas razones nunca estuvo operativo, no obstante su potencial, lo que ha significado una verdadera desventaja para el sistema. El impacto que ha tenido la Compañía Española de Reafianzamiento S.A. (CERSA) para impulsar las garantías en España es un ejemplo entre otros de la solvencia que agrega al sistema este tipo de instituciones.

El reafianzamiento tiene la función primordial de distribuir el riesgo entre las distintas SGR, de manera que cada una puede ofrecer productos que,

---

<sup>321</sup> La garantía preferida "A" les permite a las entidades financieras reducir el requisito de capital a un quinto del valor del crédito, de ser otorgado sin garantía. Es por esto que la garantía es una herramienta importante que tienen las Pymes para acceder al crédito bancario en condiciones competitivas dentro de los lineamientos de Basilea II

atendiendo a su propio tamaño, no alcanzaría el grado mínimo necesario de diversificación compatible con la pérdida esperada de la cartera. Es por esto que el reafianzamiento actúa eliminando el problema de la escala, nivelando las condiciones de competencia y extendiendo la oferta de productos a un número mayor de Pymes. De ahí la centralidad de su implementación si el objetivo es incrementar el número de SGR y disminuir las restricciones de acceso al crédito de las Pymes.

Los tipos de reaseguro distinguidos por la autoridad de aplicación han sido dos:

1. el reaseguro proporcional o global de la cartera;
2. el reafianzamiento no proporcional.

El primero establece que el total de una cartera es parte del contrato de reafianzamiento, mientras que en la cobertura no proporcional se determina la distribución de las pérdidas, la reaseguradora asume el exceso de pérdida por arriba de un nivel considerado normal para el sistema. Cabe mencionar que estas dos alternativas se enmarcan en líneas generales en las metodologías de reaseguro más conocidas y si no han podido ser implementadas, la razón está en la falta de experiencia con el instrumento que termino haciendo los contratos propuestos poco útiles.

Lo que el estado busca con el nuevo marco normativo ya enunciado, que promueve un nivel multiplicador más elevado (más garantías otorgadas con el mismo fondo de riesgo), es que las SGR asuman un mayor riesgo para lograr los niveles que la normativa establece. Sin embargo, apalancar más el fondo de riesgo no implica necesariamente que las SGR asuman un mayor riesgo, y si en cambio lo asumen los bancos que toman un aval sobre un fondo de riesgo menos sólido en relación a un esquema menos apalancado. Cada SGR asumirá más riesgo en la medida que reduzca el nivel de exigencia de contragarantías por los avales que otorga a sus socios partícipes.

A partir de fondos de riesgo más apalancados, es donde adquiere relevancia un esquema de reafianzamiento. El estado nacional a través del Fogapyme decide compartir el riesgo de las garantías vinculadas a proyectos de inversión que las SGR generen. Concretamente el reafianzamiento de las carteras de largo plazo de las SGR a través de FOGAPYME se traduce en una herramienta estratégica para consolidar el sistema de garantías no sólo porque direcciona a través de incentivos hacia proyectos de inversión, sino también porque permite liberar el multiplicador de las SGR, permitiendo que se destine el Fondo de Riesgo a otorgar nuevas garantías, logrando así un mayor efecto multiplicador que es a lo que se aspira.

## 6.5 Conclusiones

### Hipótesis IX

**Los sistemas disponibles actualmente, tal como están planteados en sus respectivos países, no son exactamente replicables dado que no se ajustan a la realidad de la Argentina.**

*En el marco de la investigación, no se han reunido elementos de análisis suficientes para poder confirmar o rechazar la hipótesis.*

*El esquema de SGR siguiendo el modelo español y con ciertas adaptaciones a nuestra plataforma como país, es una herramienta útil y con importantes áreas de oportunidad para lograr una reducción de la AI entre prestamistas y prestatarios, y por lo tanto su desarrollo como sistema con mayor alcance nacional puede aportar para un menor racionamiento del crédito al segmento pyme.*

El trabajo de análisis de los programas de apoyo a pymes en general, y de los sistemas de garantía en particular encuentra una importante limitación de alcance en este trabajo de tesis doctoral, y es por este motivo que resulta difícil aceptar la hipótesis de trabajo sin contar con una evaluación más profunda y detallada.

Si bien en general a nivel internacional las restricciones de acceso a la información no son tan notorias como ocurre en nuestro país, la limitación viene más bien dada por el enfoque de análisis a nivel solo introductorio, en virtud de la distancia geográfica y cierta dificultad de acceso para alguien que no participa directamente en la economía de los países evaluados.

Más allá de las limitaciones presentadas, existen algunos factores a analizar que surgen de mi trabajo de investigación y que pueden precisarse con claridad con el objeto de buscar las mejores prácticas “posibles” para nuestro país.

La herramienta disponible con la que contamos en la Argentina es el esquema de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).

Este esquema de garantía, que forma parte de las alternativas mutualistas de sistemas de garantías, ha mostrado cierto éxito, aunque con distintas modalidades, en diversos países de Europa.

Se han evaluado los casos de Italia y España, y se toma como base fundamental todo lo observado en el modelo español, dado que ha sido el modelo elegido para “replicar<sup>322</sup>” en nuestro país.

---

<sup>322</sup> De hecho Garantizar SGR, para iniciar sus operaciones en la Argentina, pagó por la asistencia de know how de Elkargi SGR.

Los sistemas de garantías de cada país exponen niveles de especialización y naturaleza de servicios acordes a las demandas que surgen del grado de desarrollo de los respectivos servicios bancarios, y por ende presentan características diferentes en cuanto a plazos, esquemas de evaluación de proyectos o empresas, montos promedio de avales y destino de los créditos avalados.

En este sentido, algunos argumentan que los fondos de garantía enfrentan un gran dilema respecto de sus costos: si sus primas son muy elevadas, los prestamistas no estarán muy interesados en contratar una garantía de cartera (asumiendo que la garantía no la toma directamente el prestatario); y si las primas tienen un reducido costo, pueden ser insuficientes para cubrir los costos.

Compartimos la opinión de Pombo cuando señala que “La experiencia argentina es valiosa para demostrar que es posible atraer recursos privados para capitalizar el sistema de garantías, aunque es necesario ser cautelosos ante el riesgo inherente de generar incentivos fiscales y la desincentivación para asumir riesgos de forma tal que terminan creándose muchas sociedades de garantía que operen poco y tengan bajos niveles de apalancamiento.”

Es fundamental la autoevaluación permanente de los criterios para medir el desempeño del sistema de garantías, y en cada uno de estos criterios, según lo expuesto en el capítulo 6, tenemos deberes pendientes. Relevancia, adicionalidad, eficacia, apalancamiento, eficiencia, accesibilidad, adaptabilidad y enfoque sistémico son factores que se entremezclan y que requieren una constante medición de sus resultados.

En base a mi propio trabajo de campo, y que concuerda parcialmente con lo expuesto en diferentes informes de la Fundación Observatorio pyme, se puede señalar que:

- La gran mayoría de las pymes argentinas no tienen conocimiento de los programas ni de la agencia ni de la sepyme, ni de los diversos programas a nivel provincial;
- Está mejorando sensiblemente el acceso a las SGR<sup>323</sup>;
- Existen diferentes consultoras y facilitadores financieros que ofrecen el acceso a los programas y SGR con acuerdos de success fee;
- Se debe facilitar la accesibilidad a los programas en especial para las empresas más pequeñas;
- En la Argentina coexisten programas a nivel nacional y provincial sin una adecuada coordinación y sus objetivos se entremezclan;
- Existe grandes oportunidades de mejora a nivel del otorgamiento de subsidios directos o bien a través de desgravaciones impositivas<sup>324</sup>;
- A nivel específico del esquema de SGR entiendo que debe rediseñarse el esquema de desgravaciones impositivas favoreciendo el acceso a la

---

<sup>323</sup> La accesibilidad directa desde la empresa es compleja para pymes con estructuras de rrhh sin especialistas financieros. Se requiere al menos la participación de alguien que haga la vinculación comercial

<sup>324</sup> Ejemplo línea con subsidio Sepyme PEC (Programa de Estímulo al Crecimiento) con bonificación de tasa del 1,5% anual.



primer garantía y a las líneas de largo plazo (y para que sea efectivo tiene que haber disponibilidad de líneas de largo plazo);

- Considero muy importante la intervención de BCRA para la implementación de programas de subsidio de tasas y fomento al crédito a los distintos sectores productivos, reduciendo el riesgo para las entidades dadoras de crédito y regulando el costo financiero total de las operaciones;
- hay que sumarle el aspecto cultural; la mayoría de las medianas, pequeñas y micro empresas pertenecen a inmigrantes de posguerra, a sus hijos o a sus nietos, quienes tienen estrategias<sup>325</sup> de administración, inversión y ahorro en cierta forma conservadoras, con lo cual, si se va introducir un nuevo instrumento a este mercado el mismo debe contar con una reglamentación y regulación clara desde el inicio.

Si bien el sistema de garantías en la Argentina ha venido creciendo en los últimos años, en parte gracias a una mayor estabilidad económica (o al menos por un menor riesgo de crisis importante financiera), la falta de interés bancario y del mercado de capitales en financiar pymes obstaculiza un desarrollo más importante como el que se observa en países más desarrollados. Ni los bancos ni las sociedades de bolsa (en representación de los inversores y por las comisiones que cobran) encuentran atractivo al segmento pyme cuando trazan su frontera eficiente<sup>326</sup> de riesgo-rentabilidad, ni siquiera con la garantía adicional que ofrece el fondo de riesgo de una SGR.

Existe una importante diferencia entre quienes prestan a pymes bajo garantía de una SGR. En España existe el sector financiero (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) aportan alrededor del 65% del crédito. Esta activa participación tiene su origen en incentivos generados por la autoridad monetaria española (niveles de encajes y previsionamiento), y que aún tiene mucha resistencia en el ámbito local. En nuestro país, en cambio, existe una fuerte resistencia por parte del sistema bancario en participar activamente en esta operatoria, considerada competencia para sus líneas de préstamos, y aún es poco relevante la participación de nuestra máxima autoridad monetaria en el desarrollo de las SGR.

Finalmente, en relación a la política pública en pos de un fortalecimiento del sistema de garantías son identificados tres pilares con el objeto de consolidar el crecimiento de los últimos años en el esquema SGR:

- El apoyo público<sup>327</sup>, que tiene que darse a partir de la evaluación de resultados de los criterios definidos. En este sentido, se debería trabajar

---

<sup>325</sup> Vale la pena aclarar que ser empresario pyme en la Argentina implica en general no tener una conducta conservadora. Cuando me refiero a estrategia conservadora lo hago en el sentido de la preferencia por la autofinanciación y cierta aversión a mecanismos de financiación novedosos o a través de nuevos intermediarios financieros no conocidos por el empresario.

<sup>326</sup> El tema de la frontera eficiente y la medición del riesgo rentabilidad en los préstamos a pyme merece un trabajo particular de desarrollo.

<sup>327</sup> El primer pilar de la estrategia de crecimiento de la industria es el trabajo conjunto entre el sector público y privado, de manera de difundir los beneficios del acceso al crédito a través de una SGR, particularmente en cuanto a la adicionalidad, que ha sido definido por Llisterri *et al.* (2006) como la razón de ser de los sistemas de garantía y lo que debería privilegiar las autoridades públicas. En este sentido desde la autoridad de aplicación se debería trabajar para: en primer lugar incentivar la actividad de las SGR existentes promover la creación de SGR nuevas que atiendan las

para incentivar la actividad de las SGR existentes y promover la creación de SGR nuevas tanto abiertas como sectoriales ya que cada una de ellas presentan ventajas para el sistema en general;

- El establecimiento de un marco regulatorio claro y previsible que permita el mayor desenvolvimiento de la industria. Para ello es necesaria la armonización de objetivos entre la SEPYME y el BCRA;
- La puesta en marcha de un esquema reafianzamiento<sup>328</sup> obligatorio de las garantías como mecanismo para fortalecer al sistema.

En los anexos se describe un caso real del derrotero de una pyme para acceder a un crédito de largo plazo a través de un aval de SGR. Este caso es un ejemplo de pobre desempeño del sistema en base a los criterios de análisis desarrollados.

A partir de fondos de riesgo más apalancados, es donde adquiere relevancia un esquema de reafianzamiento obligatorio. El estado nacional a través de un apuntalamiento y puesta en funcionamiento real del Fogapyme permitiría una reducción de la percepción del riesgo de las SGR por parte de los bancos, a la vez que el BCRA debiera instrumentar una categoría especial de calificación para las garantías provenientes del sistema de SGR.

Evaluando los distintos sistemas de garantía y tomando al caso español por haber sido el esquema elegido para ser replicado en nuestro país, tenemos entonces que trabajar en el mejoramiento de lo que tenemos disponible, funcionando y creciendo que es el esquema de SGR. Y en relación a sus posibilidades de reducir el racionamiento del crédito se puede concluir que:

- las garantías son un bien escaso, especialmente aquellas bien calificadas por las autoridades monetarias de cada país y por ende ponderadas favorablemente por las entidades financieras prestamistas;
- las garantías líquidas y con buen respaldo de reafianzamiento son un mecanismo adecuado para solventar los problemas de asimetría de información entre prestamistas y prestatarios;
- debe existir una integración del sistema de SGR con el sistema financiero, caso contrario no tiene sentido la existencia de un sistema de garantías;
- los sistemas de garantía privada y mutualista como las SGR tienen buenos antecedentes a nivel mundial a nivel de porcentajes de coberturas y reducción de costos financieros;
- Los sistemas mutualistas se caracterizan por tener un mayor número de socios beneficiarios, y una mayor antigüedad que redundan en una mayor cartera de garantías;
- La participación conjunta de los sectores público y privado aporta para cada uno de los criterios de evaluación de desempeño de las SGR.

---

distintas realidades del entramado productivo nacional, consolidando el crecimiento de los recursos destinados a incrementar el uso de las garantías entre las Pymes.

<sup>328</sup> Como está planteado el sistema en Argentina no sirve, es muy costoso, hace que se traslade directamente a la pyme y es improbable su ejecución. Debería ser público (sostenido por todo el sistema), de carácter obligatorio y con real beneficio para el riesgo de las SGR.

## Reflexiones y Conclusión Final

El objetivo general de esta tesis doctoral es la generación de propuestas de solución, al menos parcial, al problema de la asimetría de información y el consecuente racionamiento del crédito al que son sometidas las empresas pyme en la Argentina.

La teoría de la Asimetría de Información y sus temas relacionados son habitualmente desarrollados en profundidad por economistas. El presente trabajo pretende hacerlo con una orientación desde la ciencia de la Administración en general y desde la Administración Financiera en particular y con un enfoque aplicado para pequeñas y medianas empresas.

En esta última parte de la tesis se presentan las consideraciones finales que surgen del análisis del marco teórico, de las investigaciones realizadas por autores con amplia trayectoria y de mis propios trabajos de campo.

El proceso de análisis y reflexión acerca de los marcos teóricos dominantes en la literatura, que intentan explicar las decisiones sobre estructura de capital y/o financiamiento, nos permite establecer que hasta este momento es poco lo que nos pueden ayudar para entender lo que acontece en la administración financiera de una empresa pyme y en una economía no desarrollada como la Argentina.

En la búsqueda de este objetivo procuro encontrar un intercambio entre las teorías desarrolladas y las pruebas empíricas obtenidas que agregue valor y una adaptación recíproca entre teoría y práctica. Como resultante de este proceso espero poder generar un aporte respecto a que puede hacerse actualmente para mejorar el acceso al crédito de pymes en la Argentina. Para ello se analiza el esquema de sociedades de garantías recíprocas, y se elaboran una serie de propuestas para favorecer una mayor conexión entre las distintas entidades que participan del mercado de crédito argentino.

Para ello se investiga a los distintos participantes con influencia en el mercado de crédito argentino incluyendo sistema financiero, mercado de capitales, SGR, BCRA, gobierno a través de SEPYME y otros organismos y lo más importante: las empresas pyme.

Se considera que es fundamental interpretar el esquema de toma de decisiones de un administrador financiero pyme siempre partiendo de la base de la propia heterogeneidad del sector.

También se demuestra que es importante trabajar con modelos de análisis de riesgo y esquemas de calificación simplificados para pymes, que permitan al menos ahorrar la etapa de precalificación de empresas y facilitar la reducción de AI entre prestamistas y prestatarios. En este sentido se aporta la evaluación de algunos modelos y una propuesta básica para un esquema de calificación de empresas pyme inicialmente a nivel sectorial.

A partir de las herramientas disponibles, las estrategias de cada una de las partes intervinientes y lo que permite la Argentina como plataforma país, buscamos seleccionar las mejores alternativas concretas para reducir AI entre las entidades de crédito y las pymes, que tiendan a una reducción paulatina del racionamiento de crédito al que se ve sometido este segmento de empresas.

La realización de un trabajo empírico en la Argentina se enfrenta a serias limitaciones de alcance dada la elevada dificultad para el acceso a la información.

Si bien es amplio y público el acceso a numerosos trabajos de investigación sobre pymes, la información detallada a nivel individual no lo es. En especial destaco la importancia de la información desarrollada por la Fundación Observatorio Pyme.

Los años de experiencia profesional, el haber visitado más de quinientas pymes en todo el país y una paciente recolección de datos privados de firmas pymes ha permitido sobrellevar las limitaciones para el acceso a información individual detallada, lo cual resulta imprescindible para poder trabajar las hipótesis planteadas y llegar a conclusiones que permitan generar algún tipo de aporte a la problemática financiera que enfrentan las pyme argentinas.

Complementando los datos privados que se pudieron recolectar, se ha contado con la colaboración de expertos en el mercado financiero (gerentes de bancos, funcionarios de SGR, gerentes de créditos de empresas, funcionarios del BCRA y del Mercado de Capitales, entre otros).

La mayoría de los trabajos de campo realizados incluyen empresas pyme manufactureras del sector metalmecánico y de su cadena de valor, aunque también se han incluido pymes de otros sectores para el cuestionario de diagnóstico financiero y para las pruebas de los métodos predictivos Altman y Springate y el modelo simplificado de diagnóstico empresario ICE. En los anexos se incluye un análisis sobre una muestra de casos de gestión judicial y extrajudicial que incluye también casos de empresas de diversos sectores de la economía.

El acceso a una gran cantidad de estados contables de empresas privadas, sumado a las visitas realizadas a las plantas de la mayoría de estas empresas y las entrevistas realizadas, con y sin esquema estructurado de preguntas, ha permitido adentrarse en la heterogeneidad del mundo pyme, y los diversos aspectos apprehendidos son los que se exponen a lo largo del trabajo.

La información extraída de la muestra del principal trabajo de campo sobre 115 empresas del sector metalmecánica y su cadena de valor puede ser de utilidad para una continuidad de estudios sobre diversos aspectos del financiamiento pyme.

A partir de la base teórica sobre el tema de AI, mas el agregado de los trabajos de campo con foco en pymes industriales, intentamos llegar finalmente a herramientas concretas que mejoren el acceso al crédito a las pymes argentinas. Y en este sentido se aporta una investigación detallada del esquema de SGR.

Esta herramienta que está disponible actualmente, muestra un crecimiento importante en los últimos años y un sendero de desarrollo promisorio en la medida que todos los participantes de la relación prestamista-prestatario de la Argentina así lo permitan.

En la búsqueda de las mejores prácticas a nivel mundial para poder ser replicados en la Argentina, se seleccionaron los casos de Japón, EEUU y Europa (España e Italia) más los casos de países vecinos como Brasil y Chile y se analiza la relación del sistema financiero con las pymes y los programas y/o esquemas de garantía establecidos para afianzar tal relación.

Sobre la base de las encuestas realizadas a expertos en el mercado financiero y mis propias experiencias de campo se puede señalar que estamos a años luz de los países desarrollados y que los países vecinos también nos llevan cierta ventaja. Es importante primero construir una base firme con leyes y planes de fomento reales, aplicables, transparentes y sostenidos, y luego recién intentar la replicación de ciertos modelos, ya que de lo contrario incurriríamos en un despilfarro de tiempo y recursos.

Con el objetivo de avanzar específicamente en lo que se refiere a un programas de asistencia financiera y/o esquemas de garantías que ayuden a reducir el racionamiento de crédito para el segmento pyme, se realiza una evaluación de nuestro sistema actual de SGR en base a diferentes criterios, esperando que este trabajo constituya un aporte en la búsqueda de medidas efectivas aplicables para la Argentina.

Antes de comenzar con el análisis de cada una de las hipótesis de trabajo planteadas se debe advertir que:

- la verificación de las hipótesis de trabajo requiere en todos los casos de una continuidad de las investigaciones pertinentes;
- la dificultad de aplicabilidad de las principales teorías financieras en pymes argentinas no invalida la riqueza de sus conceptos y la utilidad de alguno de ellos para el segmento de empresas evaluadas;
- la imprevisibilidad que ha mostrado en toda su historia la economía argentina constituye una dificultad importante pero que no debe obstaculizar la búsqueda de propuestas superadoras de la realidad actual.

Dado que este trabajo se ocupa de un segmento de empresas dentro del mundo pyme de la Argentina, las conclusiones a las que se arriba en esta tesis doctoral habrá que hacerlas a medida para cada grupo de empresas en función a variables cuantitativas y cualitativas particulares de cada firma y también en función al sector de la economía en el cual desarrollan su actividad.

A continuación se presenta un resumen de cada una de las hipótesis del trabajo, cuyo análisis pormenorizado fue desarrollado al final de los capítulos 3 a 6, lo cual permite observar el impacto relativo de cada una de ellas en relación a los objetivos particulares y al objetivo general del trabajo.

## **Objetivos Particulares y contrastación de hipótesis**

### **1) Verificar el problema de racionamiento de crédito en empresas argentinas y sus causas**

#### **Hipótesis I**

**Un porcentaje bajo de empresas pyme está en condiciones de ofrecer la información y las garantías que el sistema financiero local requiere para el otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo**

*La hipótesis ha sido parcialmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Desde la demanda de crédito, aun habiendo fondos disponibles en el sistema financiero, si bien la evidencia expone que las pymes no siempre califican como sujetos de crédito, en parte se debe a que muchas de sus acciones incentivan esta descalificación crediticia. Asimismo la evidencia ofrecida permite afirmar que la autoexclusión crediticia supera al nivel de rechazo de demandas de crédito bancario.*

#### **Hipótesis II**

**Los factores contextuales (institucionales y de política económica) no estimulan a las entidades financieras a cumplir con su rol crediticio respecto de las pymes.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Desde la oferta y excluyendo las coyunturas con falta de fondos disponibles, se observa desinterés de los bancos por otorgar cierto tipo de créditos al segmento pyme. Si bien en parte se debe a elementos que distorsionan y amplifican los problemas de AI, la investigación realizada permite afirmar el abandono por parte de los bancos de su negocio primario de tomar depósitos y dar créditos, en un contexto económico con cambios recurrentes y con la normativa vigente en la Argentina.*

### **2) Analizar la aplicabilidad de las teorías de financiamiento en pymes argentinas**

### **Hipótesis III**

**Las teorías desarrolladas no aplican en forma general para el segmento de empresas pyme cerradas.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Las evidencias obtenidas para el desarrollo de las teorías de MM, TO y PO, provienen en general de empresas grandes, públicas y de países desarrollados, y no incluyen aspectos particulares de la problemática de empresas pyme cerradas de economías como la Argentina.*

### **Hipótesis IV**

**La heterogeneidad del segmento deriva en muy variadas estructuras de financiamiento.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Las evidencias obtenidas en los trabajos de campo propios y su comparación con otros trabajos de investigación comprueban la misma.*

*Complementariamente, las pruebas estadísticas desarrolladas apoyan la aceptación de la hipótesis.*

### **Hipótesis V**

**En las pymes argentinas existe una importante presencia de aversión al crédito bancario y preferencia por la autofinanciación a través de la retención de utilidades.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

- *Todos los trabajos de investigación evaluados y mi propio trabajo de campo convalidan la hipótesis planteada;*
- *No sólo se debe a factores desde la oferta del crédito sino que muchas empresas deciden autoexcluirse del sistema financiero;*
- *Las normas del BCRA priorizan la solvencia de las entidades financieras por encima de la accesibilidad a líneas de crédito para pymes;*
- *Las empresas en la Argentina se acostumbraron a vivir sin crédito. Por tal motivo más que preferencia podemos llamar adaptación a la autofinanciación.*
- *La aversión al crédito bancario se atenúa a medida que se desarrolla una relación transaccional exitosa entre las partes aunque también depende de la disponibilidad y voluntad de otorgar garantías.*

### **3) Evaluar modelos de análisis de riesgo y esquemas de calificación de empresas pyme**

#### **Hipótesis VI**

**Los modelos predictivos de insolvencia y esquemas de análisis de riesgo brindan información estática para la toma de decisiones**

*En el marco de la investigación, no se han reunido elementos de análisis suficientes para poder confirmar o rechazar la hipótesis.*

*La cantidad de modelos evaluados y la cantidad de casos en los que se han aplicado dichos modelos (capítulo 5), no me permiten concluir en forma general acerca de los modelos predictivos de insolvencia y diversos esquemas de análisis de riesgo.*

#### **Hipótesis VII**

**Se pueden elaborar esquemas simples de análisis de riesgo que pueden ayudar a detectar, pero no asegurar, situaciones que exponen riesgo de insolvencia futura.**

*La hipótesis ha sido provisionalmente confirmada en el marco de esta investigación.*

*Si bien son muy variadas las circunstancias que pueden derivar en la insolvencia empresarial, diversos modelos simples de análisis pueden actuar como sistemas de alerta para el análisis de riesgo.*

#### **Hipótesis VIII**

**La base de conocimiento sectorial y/o regional es el paso inicial necesario para poder elaborar a futuro un esquema nacional de calificación de empresas pyme.**

*En el marco de la investigación, no se han reunido elementos de análisis suficientes para poder confirmar o rechazar la hipótesis.*

*En la Argentina, dada su plataforma actual de sistema financiero, programas de asistencia pública y privada, y conjunto heterogéneo de empresas pymes, parecería apropiado pasar por un desarrollo de programas y propuestas que mejoren el acceso al crédito productivo a empresas pymes desde un enfoque sectorial, como paso previo a un desarrollo regional y finalmente a uno nacional.*

### **4) Analizar sistemas de garantía y programas de apoyo a pymes aplicados en el mundo**

#### **Hipótesis IX**



**Los sistemas disponibles actualmente, tal como están planteados en sus respectivos países, no son exactamente replicables dado que no se ajustan a la realidad de la Argentina.**

*En el marco de la investigación, no se han reunido elementos de análisis suficientes para poder confirmar o rechazar la hipótesis.*

*El esquema de SGR siguiendo el modelo español y con ciertas adaptaciones a nuestra plataforma como país, es una herramienta útil y con importantes áreas de oportunidad para lograr una reducción de la AI entre prestamistas y prestatarios, y por lo tanto su desarrollo como sistema con mayor alcance nacional puede aportar para un menor racionamiento del crédito al segmento pyme.*

## Reflexión final y Propuestas para evaluar

Ante la imposibilidad de eliminar la asimetría de información, debemos encontrar alternativas al racionamiento de crédito que se aplica al segmento de empresas pyme.

Sin embargo, implica un gran reduccionismo creer que el problema de una pequeña empresa se soluciona cubriendo necesidades transitorias de liquidez<sup>329</sup>. Varios organismos internacionales han estado inyectando importantes recursos durante las últimas décadas, a través de subsidios parciales o totales hacia el segmento de empresas pyme, y la problemática continúa.

A los efectos de generar adicionalidad para la economía del país, todo lo que se propone para mejorar el acceso de las pymes al financiamiento tiene que enfocarse hacia aquellas empresas con capacidad de crecimiento, que sean competitivas tanto para desarrollar mercados externos como para constituirse en buenas alternativas para sustitución de importaciones, lo cual en uno u otro caso redundará en mayor empleo. Los subsidios deben estar para sectores determinados y en momentos específicos. Las pymes necesitan asistencia oficial que les permita competir en condiciones de igualdad con el resto de las empresas del país y del exterior.

A lo largo del trabajo se pueden verificar la existencia de las siguientes situaciones en nuestro país:

- La ausencia de una fuente de fondeo de largo plazo;
- La estructura de ingresos de la banca privada, con baja dependencia del nivel de créditos que otorgan al segmento empresas;
- La debilidad estructural de las políticas públicas;
- Las crisis recurrentes del país y su impacto en el sistema bancario y mercado de crédito argentino;
- Un mercado de capitales sin posibilidad de convertirse en alternativa al sistema bancario;
- La estrategia de la mayor parte de la banca luego de la crisis de 2001: racional, sumamente adversa al riesgo pyme, aunque con tendencia a cambiar en los últimos años;
- La ineficacia de la banca pública a la hora de cumplir con su mandato fundacional, su misma razón de ser: prestar a las pymes para que inviertan;
- La inexistencia de un sistema de información sobre pymes que mejore su acceso al crédito, sumado al "cuello de botella" generalizado de los sectores de análisis de riesgo a la hora de definir calificaciones de riesgo de las empresas;
- La inexistencia de programas consolidados de apoyo a pymes;
- El incipiente crecimiento del esquema de garantías a través de las SGR.

---

<sup>329</sup> De hecho el problema de las pymes no se centra únicamente en el acceso al crédito, pero es precisamente este tema el que me ocupa en esta tesis doctoral.

En relación a los distintos factores que impactan en el acceso al crédito bancario, son numerosas e importantes las diferencias entre una pyme de países desarrollados como EE.UU., Japón, y algunos países europeos, y una pyme argentina. Sólo por nombrar alguna de estas, se pueden citar las siguientes:

- Condiciones de acceso al crédito en términos de plazo y tasa de interés;
- Nivel de racionamiento de crédito general al que son sometidas;
- Accesibilidad al mercado de capitales;
- Previsibilidad de la economía en la cual desarrollan sus negocios, lo cual impacta en el esquema de toma de decisiones y planeamiento financiero;
- Sistemas de información contable;
- Estructura impositiva de los diferentes países.

El racionamiento se produce tanto por defectos desde la oferta de crédito (bancos) como desde la demanda (empresas), y por tal motivo, si se quiere cambiar el estado de situación del crédito a empresas en la Argentina, tanto prestamistas como prestatarios tienen varias acciones pendientes para realizar.

Si bien es cierto que es difícil predecir que puede ocurrir con una empresa pyme en un país como la Argentina, la evidencia permite concluir que a medida que los años pasan y la empresa se consolida, el riesgo de este segmento de empresas disminuye sensiblemente.

Las pymes, acostumbradas a trabajar con un sistema financiero acotado, están habituadas a invertir y crecer sobre la base de la retención de utilidades y aportes de capital propio. Sus políticas de financiamiento son muy variadas y en general poco planificadas adaptándose a las circunstancias de la economía argentina.

Si bien el riesgo crediticio puede ser considerado alto por los bancos y otras entidades de crédito, se utilizan en general procedimientos de análisis de riesgo de poca complejidad, basándose en los habituales ratios económicos y financieros estáticos y en algunas variables cualitativas, ya que por un lado prima la relación de transaccionalidad con las firmas, y por otro las líneas de crédito se acotan al corto plazo, quizá con extensión hasta los dos años, y siempre contra la presentación de distintas garantías.

A los bancos les resulta más fácil y económico evaluar las garantías que evaluar el riesgo empresarial. Se observa que los modelos predictivos de insolvencia difícilmente pueden predecir con la anticipación necesaria y generar una alerta temprana, salvo quizá para aquellos acreedores menos expuestos.

Los bancos podrían repensar sus procedimientos de otorgamiento de crédito pero para ello es necesario que operen en un mercado competitivo, que existan más opciones de crédito realmente accesibles para las pymes pero no para todas, sino para aquellas que cumplen con ciertos requisitos de calidad informativa.

Se requiere algún esquema de calificación simplificado de empresas, que al menos sirva para una primera precalificación y evite trámites engorrosos para empresas que luego serán excluidas por diversos parámetros predefinidos.

Son varias las medidas a tomar para mejorar el acceso al crédito en la Argentina y fomentar el crecimiento de líneas a largo plazo. En la actualidad para pensar en financiación a largo plazo, y dado el esquema de ahorro y nivel de bancarización del país, sólo es posible a través del Estado. Sin embargo esto no está bien y deben buscarse alternativas de cambio ya que ante situaciones de déficit de caja del Estado no habrá recursos disponibles y las empresas no pueden seguir dependiendo por siempre de la retención de utilidades para sus inversiones en activos fijos.

Considerando entonces la imposibilidad de eliminar por completo la asimetría de información, una camino de solución concreta para mejorar la accesibilidad al crédito por parte de las pyme argentinas, es facilitando la disponibilidad de colaterales para ofrecer en garantía y son precisamente las SGR la herramienta disponible para lograr tal fin ya que el sistema está vigente desde hace ya 15 años en nuestro país.

Los sistemas de garantía contribuyen en todo el mundo a solucionar parte de la problemática pyme de acceso al crédito, en especial en lo referente a créditos de mediano y largo plazo posibilitando su accesibilidad y mejores condiciones de plazo y tipo de interés.

En la vereda opuesta, los detractores de dichos fondos señalan que la solución más eficiente desde el punto de vista social al problema de falta de acceso de las Pyme al crédito institucional sería contar con entidades financieras especializadas sólidas. Así, el uso de los recursos sería más eficiente en estas últimas entidades que en los fondos de garantía. Se trataría de una estrategia para bajar la escala (*downscaling*) que consiste en incorporar al grupo meta (empresas pyme) dentro de la clientela regular de un intermediario financiero formal como es un banco comercial. Para que la estrategia de *downscaling* funcione adecuadamente, es necesario transferir al banco y a su personal las herramientas y el conocimiento para atender al sector pyme.

Pero si ya tenemos disponible un sistema de SGR, y con una adecuada tasa de crecimiento en los últimos años, bien podría complementarse con una estrategia de *downscaling*. Claro que la presencia de bancos especialistas en el segmento pyme siempre requerirá de ciertos incentivos para atender este tipo de negocios.

Para lograr que el sistema de SGR se desarrolle a lo largo de todo el país, es necesario que se integre con el sistema financiero, y esto se logra complementando su actividad, antes que compitiendo, y logrando credibilidad a partir de la solvencia que demuestren con el correr de los años los respectivos fondos de riesgo. Una intervención complementada y armónica entre la

SEPYME y el BCRA y un sólido esquema de reafianzamiento del sistema ayudarían.

Una SGR bien conceptuada, debido a sus antecedentes (y/o de sus socios protectores), estrategia de negocios, estructura organizacional, tecnología y soporte comercial, administración de activos, inversiones y posición financiera, facilita el acceso al primer crédito de la pyme. Una vez que se entabla la relación comercial con el banco, avales de SGR por medio, la misma historia y transaccionalidad que genera la relación reduce la Asimetría de Información, y es observable como se suceden las renovaciones de líneas, ampliaciones, y nuevas propuestas de créditos, siempre en la medida de un adecuado desempeño de cumplimiento por parte de la pyme socio partícipe de la SGR y deudora de la entidad bancaria.

Existen comentarios que señalan que si los sistemas de garantías usan los mismos criterios que los bancos en cuanto a selección de clientes, no se justificaría la aplicación de subsidios públicos y que se espera que las SGR actúen como mecanismos de integración de aquellas pymes cuya situación patrimonial y financiera no las hace elegible por los bancos. Si bien buena parte del éxito del sistema debe medirse por su capacidad de integrar pymes como clientes bancarios transformándolos en elegibles, entiendo que esto debe suceder porque la empresa cumple ciertos requisitos para ser elegible como beneficiaria de un aval de una SGR, y que pasa a ser elegible por un banco porque la conexión inicial que promueve la SGR genera la primera relación banco-empresa y el tiempo de transacciones recíprocas irá reduciendo la asimetría de información.

Para finalizar el trabajo, y en relación al esquema de SGR, se mencionan las siguientes propuestas que pueden aportar a un mejoramiento integral del sistema.

- Plantear esquemas con socios protectores compartidos como norma general;
- Generar una mayor participación de los socios partícipes en el gobierno de las SGR como una forma de asegurar un mayor control sobre lo actuado por los socios protectores;
- Promover desde la SEPYME y BCRA un esquema de calificación nacional para pymes. En este sentido el proyecto de Central de Balances BCRA puede aportar, aunque entiendo que es necesario iniciar un proceso desde lo sectorial;
- Promover el desarrollo de agencias calificadoras de riesgo<sup>330</sup> sectorial y/o regional con la participación activa de facilitadores financieros expertos en diversas cadenas de valor;
- Fomentar la actividad conjunta de las SGR. Las SGR sectoriales o de cadena de valor obligatoriamente deben participar en forma activa de acuerdos de coaval con las SGR abiertas;

---

<sup>330</sup> En este sentido el ejemplo a seguir es el esquema descentralizado de calificación y otorgamiento de avales que implementa la SBA en EE.UU, y también es destacable el éxito de funcionamiento regional logrado en España.

- Promover la existencia de líneas de crédito exclusivas para presentación de avales de SGR, en especial de largo plazo (seguir el modelo español);
- Regularizar y supervisar todas las SGR en un marco compartido SEPYME-BCRA<sup>331</sup>;
- Calificar a las garantías provenientes de las SGR por encima incluso de las garantías preferidas A, de forma tal de ser la mejor opción para bancos a nivel de previsionamiento;
- Establecer un esquema de reafianzamiento obligatorio, con esquema inicialmente estatal;
- Utilizar al Banco Nación (BNA)<sup>332</sup> y sus alrededor de 600 sucursales en todo el país para apoyar todas estas iniciativas;
- Establecer una pauta de Fondo de riesgo mínimo para operar, facilitando la unión de las SGR más chicas. Esto de todas formas habría que evaluarlo en detalle para que no obstaculice el desarrollo en regiones donde alcanzar un Fondo mínimo se torna más complicado;
- Relanzar líneas de crédito con tasa bonificada por SEPYME contra presentación de avales de SGR.
- Condicionar el mantenimiento del apoyo estatal a través de desgravaciones impositivas al sistema de SGR al logro de un desempeño superior al actual y con objetivos claramente establecidos en relación a cada uno de los criterios analizados.

---

<sup>331</sup> Actualmente mientras la SEPYME aboga por un mayor apalancamiento del sistema, el BCRA opina todo lo contrario. Asimismo las auditorias trimestrales exigidas para ser SGR inscrita en el BCRA son costosas y de alta carga administrativa.

<sup>332</sup> Si bien es muy reiterada esta propuesta considero que no puedo excluirla. En la Argentina con la escasez de recursos para programas públicos para pymes en algún momento esta enorme institución de alcance nacional tiene que empezar a funcionar eficazmente en pos de objetivos como los planteados en este trabajo.

# BIBLIOGRAFIA

## Artículos y Libros

- Andrade G, Kaplan S., How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed, *The Journal of Finance*, Vol.53. No. 5 (1998)
- 
- Akerlof George, The Market of Lemons, *Quarterly Journal of economics*, EEUU, (1970).
- Alvarado J., Galarza F., Los fondos de garantía para el acceso al crédito en Perú: alcances y limitaciones, *Centro Peruano de Estudios Sociales*, (2002).
- Altman E., Financial Ratios, Discriminant Analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, Vol. 23, Nro.4, (1968).
- Altman E., A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, *Journal of Finance*, 39, (1984).
- Altman E., La Empresa y el Riesgo Crediticio, *Turnaround Management*, Seminario Universidad de Buenos Aires, FCE, (1997).
- 
- Ang J., Small Business Uniqueness and the theory of financial Management, *The Journal Of Small Business Finance*, Vol.1 nro.1, Reino Unido, (1991).
- Albuquerque R., Hopenhayn H., Optimal Lending Contracts and Firm Dynamics, *Review of economics Studies*, (2004).
- Aybar C., Casino A., López Gracia J., Jerarquía de Preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la pyme: un enfoque con datos de panel, *Universidad de Valencia*, (2001).
- Basile D., Desarrollo de proyectos de emprendimientos pyme para el crecimiento, *Ediciones Macchi*, Buenos Aires, (1998).
- Bebczuk R., *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Cambridge U.K., (2000).
- Bebczuk R., Gasparini L., Globalization and Inequality. The case of Argentina. Documento de trabajo nro.32, (2001).
- Bebczuk R., What Determines the Access to Credit by SMEs in Argentina?, *Universidad Nacional de La Plata*, Documento de trabajo nº 48, (2004).
- Berger A., Udell G., Relationship lending and lines of credit in small form finance, *Journal of Business*, Vol. 68, nro.3, (1995).

- Berger A. N y Udell G., The Economics Of Small Business Finance: The Roles Of Private Equity And Debt Markets In The Financial Growth Cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22, (1998).
- Berger A., Udell G., Small Business credit availability and relationship lending: the importance of bank organization structure, *Economic Journal*, (2002).
- Berlingeri H., ¿Adonde nos lleva el debate en las teorías del financiamiento corporativo?, Tesis Doctoral UBA, (2009).
- Bhaired C., Lucey B., The Financial Growth Life Cycle: An empirical examination of Irish SMEs, University Of Warwick, (2006).
- Bleger L., Rozenwurcel G., Financiamiento a las PyMEs y Cambio Estructural en la Argentina. Un Estudio de Caso Sobre Fallas de Mercado y Problemas de Información, *Desarrollo Económico*, vol. 40, N° 157, (2000).
- Bolton, P, y Scharfstein, D., A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting, *American Economic Review*, Volume 80, (1990).
- Booz Allen & Hamilton Consultora, Experiencias en promoción y desarrollo de pymes metalmeccánicas, Argentina, (2005).
- Bottazzi G., Secchi A., Tamagni F., Financial fragility and growth dynamics of italian business firms, Italia, (2007).
- Brealey R., Myers S., Fundamentos de financiación empresarial. Ed. Mc Graw Hill. (4ª ed.), (1993).
- Brealey R., Myers S., Fundamentos de Financiación Empresarial. McGraw-Hill, Madrid, 5ª edición, (1998).
- Briozzo A., Identificación de los determinantes de la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas argentinas, Tesis Doctoral Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca, Argentina (2007).
- Briozzo A., Vigier H., La estructura de financiamiento pyme – Una revisión del pasado y presente, Argentina, (2006).
- Canetti M., Contabilidad y Control, Tesis Doctoral UBA, Argentina, (2007).
- Cardone Riportella, C y Carzola – Papis,P., New Approaches to the Analysis of the Capital Structure of SME: Empirical Evidence from Spanish Firms, Working Paper 01-10, Business Economics Series 03, Universidad Carlos III, Madrid, (2001).



- Cardone Riportella C. y Cazorla Papis L., Lozano A., Una aproximación a los factores determinantes de la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas, (Anales del VIII Foro de Finanzas, Madrid, (2000).
- Cazorla L., Cano C., El capital de riesgo como instrumento de apoyo a la Pyme, Universidad de Almería, (2000).
- CEFIDAR, Informe mensual de Préstamos al sector privado no financiero (SPNF), (2010).
- Coase R. H., La Naturaleza de la Empresa, Económica, Nueva serie, vol, IV, (1937).
- Damodaran A., Damodaran on Valuation, Security Analysis for investment and Corporate Finance, Wiley, (1994).
- Dapena J.P., Dapena J.L., Sistemas de Información en Pymes y Acceso al Credito en Contextos de Asimetría de Información, UCEMA, (2003).
- Dapena J.P., Condicionantes de demanda de crédito para inversión, UCEMA, Argentina, (2003).
- DeMarzo P., Fishman M., Agency and optimal investment Dynamics, EE.UU. (2003).
- De Angelo H. y Masulis R., Optimal capital structure under corporate and personal taxation, Journal of Financial Economics, (1980).
- Diamond D., Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, Quaterly Journal of Economics, Vol.106, (1991).
- Diamond D., Seniority and Maturity of Debt Contracts, Journal of Financial Economics, Vol.33, (1993).
- Fanelli, J., Bebczuk R, Pradelli J., Determinants and consequences of Financial constraints facing firms in Argentina, Banco Interamericano de Desarrollo, RNW paper R-453, (2002).
- Ferrer M., Tanaka A., Las Pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital, Compendium, Nro.22, (2009).
- FIEL, Las Pymes en la Argentina, Informe Ejecutivo, Tomo I, (1995).
- FIEL, Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina, (1996).
- Fowler Newton E., Cuestiones contables Fundamentales, 4ta edición, Ediciones La Ley, Buenos Aires, (2005).

- Frid C., Acquiring financial resources to form new ventures: pecking order theory and the emerging firm, *Frontiers of Entrepreneurship*, Volume 29, (2009).
- Foster G., *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall Inc., EE.UU, (1986).
- Forstmann A., *Dinero y Crédito*, Traducción del alemán, El Ateneo, Buenos Aires, Argentina, (1960).
- Fundación Capital, *Estudio de impacto y perspectivas del Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca y Fondos de Garantía en el sector Pyme*, (2008).
- Fundación Observatorio Pyme, *Informes de coyuntura*, Argentina, Años 2004 al 2009).
- Fundación Observatorio Pymes, *Informe a las empresas sobre el resultado de la primera encuesta estructural*. Disponible en: [www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar), Argentina, (1997).
- Fundación Observatorio Pymes, *Informe a las empresas sobre el resultado la segunda encuesta estructural*. Disponible en: [www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar), Argentina, (1998).
- Fundación Observatorio Pymes, *Informe sobre inversión y financiamiento de PyMEs industriales*. Disponible en: [www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar), (2006).
- Fundación Observatorio Pyme, *Los obstáculos de acceso al financiamiento bancario de las pymes*, (2007).
- Fundación Observatorio Pyme, *Informe especial: Situación actual y perspectivas para 2010 de la inversión y el financiamiento de las pymes industriales*, (2010).
- Fundación Observatorio Pyme, *Informe especial: Inserción internacional, gestión comercial y competitividad empresarial de las Pyme industriales*, (2010).
- Fundación Observatorio Pyme, *Informe especial: Costos, Precios y Rentabilidad de las Pyme industriales, Síntesis ejecutiva* – (2010).
- Fundación Observatorio Pyme, *Informe especial: Oportunidades de expansión del sistema bancario entre las Pyme para la post-crisis*. Fundación Observatorio Pyme – (2009).
- Galliers R., Leidner D. y Baker B., *Strategic Information Management*, 2nd Ed. Butterworth-Heinemann, (1999).
- García Ayuso Covarsi M., Jiménez Cardozo S., *Una reflexión crítica sobre el concepto y ámbito del análisis financiero y los objetivos de la investigación*

en material de análisis de la información financiero, Revista española de financiación y contabilidad, Vol. XXV, nro. 87, (1996).

- Gilson S., Kose J., Lang L., Troubled debt Reestructurings: An Empirical study of private reorganization of firms in default, Journal of Financial Economics, vol. 27, (1990).
- Gitell R., Kaen F., A Framework for evaluating state-assisted financing programs, Public Finance and Management, (2003).
- Gudger M., Credit Guarantees: An Assessment of the State of Knowledge and New Avenues of Research, Roma, FAO Unites Nations, (1998).
- Hamilton R.T. y Fox M.A, The financing preferences of small firm owners, International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, 4, 3, (1998).
- Harris M., Raviv A., The Theory of capital structure, The Journal of finance, vol. 46, Nro.1, (1991).
- Herrera S., Limon Suarez, Soto Ibáñez, Fuentes de financiamiento en época de crisis, Observatorio de la economía latinoamericana, No. 67, (2006).
- Hermida J., El empresario ¿víctima o culpable de su empresa?, Argentina, (1981).
- Holden P., Garantías ineficaces: algunas causas y efectos del subdesarrollo financiero en América Latina. Washington, EE.UU, Banco Interamericano de Desarrollo, (1997).
- Holmes S., Kent P., An empirical analysis of the financial structure of Small and large Australian manufacturing enterprises, The Journal of Small Business Finance, Vol. 1, nro. 2, (1991).
- Hubbard G., Capital Markets Imperfections and Investment, Journal of Economic Literature, Vol. 36, (1998).
- Igawa K., Kanatas G., Asymmetric Information, Collateral, and Moral Hazard. Journal of Financial and Quantitative Analysis, (1990).
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales IAMC, Políticas para las Pequeñas y Medianas Empresas: Evaluación y Propuestas, (1999).
- Jaffee D., Stiglitz J., Credit Rationing, Chapter 16 in Handbook of Monetary Economics, (1990).
- Jensen M., Meckling W., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, vol. 3, (1973).

- Jensen M., Meckling W., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 4, (1976).
- Jensen M., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 76, (1986).
- Jordan J., Lowe J., Taylor P., Strategy and Financial Policy in UK Small firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, (1998).
- Kale J., Noe T., Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Game Equilibrium, *Journal of Financial Research*, Vol.13, (1990).
- Kaplan S., Zingales L., Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, (1997).
- Kesselman R. (coordinador), *Las pymes: Clave del crecimiento con equidad*, SOCMA, Argentina, (1998).
- Kindleberger C., *The Internacional Economic Order*, Harvester Wheatsheaf, Trad. al castellano por Editorial Crítica, España, (1992).
- Knight Frank, *Riesgo, Incertidumbre y Beneficio*, (1964, edición original 1921).
- Larran J., García-Borbolla Fernández A., Giner Manso Y., *Factores determinantes del racionamiento de crédito a las pymes: un estudio empírico de Andalucía*, Universidad de Cádiz, España, (2009).
- Leland H., Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, *Journal of Finance* 53, (1998).
- Leland H. y Pyle D., Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32, (1977).
- Llisterri J., Levitsky J., *Sistemas de Garantías de Crédito: Experiencias Internacionales y Lecciones para América Latina y el Caribe*. Banco Interamericano de Desarrollo Washington, D.C. (1996).
- Llisterri J., Rojas A., Mañueco P., López V., García Tabuena A., *Sistemas de Garantía de Crédito en América Latina*, Orientaciones Operativas, BID, Washington DC, (2006).
- Macho Stadler I., Pérez Castrillo D., *Introducción a la economía de la información*, España, (1994, segunda edición 2005)
- Mascareñas J., *Análisis de Apalancamiento*, Universidad Complutense de Madrid, España, (1993).

- Mascareñas J., Contratos Financieros Principal-Agente, Universidad Complutense de Madrid, (2007).
- Mascareñas J., Riesgos Económico y Financiero, Universidad Complutense de Madrid, (2008).
- Mason, C., El financiamiento y las pequeñas y medianas empresas en Desarrollo y Gestión de Pymes: Aportes para un debate necesario. Hugo Kantis, Ed. UNGS, (1998)
- Mayer, C. y Sussman O., A New Test of Capital Structure Theory, University of Oxford, (2002).
- Messutti D., Alvarez V., Graffi H. , Selección de Inversiones, Introducción a la teoría de la cartera, Ed. Macchi, Argentina (1992).
- Mintzberg H, Quinn J., El proceso estratégico, México, (1993).
- Modigliani F. y Miller, M., The Cost Of Capital, Corporation Finance and the Theory Of Investment, American Economic Review, Vol. 48, N° 3, (1958).
- Myers S., The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, Vol. 39, N° 3, (1984).
- Myers S., Majluf N., Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, Journal of Financial Economics, (13), (1984).
- Observatorio Pyme regional, Industria Pyme Metalmecánica, Argentina, (2005).
- Observatorio Pyme Regional, Los obstáculos de acceso al financiamiento bancario de las pymes, Buenos Aires Norte – Santa Fe Sur, (2007).
- Opler T., Titman S., The Debt-Equity Choice, Center for Research in Financial Economics, (1994).
- Opler T., Titman S., Debt-equity choice, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 36, No. 1, (2001).
- Padachi K., Howorth C., Narasimhan M., Durbarry R., Working Capital Structure and Financing Pattern of Mauritian SMEs, Oxford University, UK, (2010).
- Petersen M., Rajan M, The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, Journal of Finance, Vol 49, N° 1, (1994).
- Petersen M y Rajan M., Trade credit: theories and evidence, The Review of financial Studies Fall, Vol. 10, N° 3, (1997).

- Pombo González P. – Herrero Calvo A., Los Sistemas de Garantía para la micro y la pyme en una economía globalizada, España, (2001).
- Pombo González P., Los sistemas de garantía en una economía global: conceptos, modelos y actividad, Córdoba, Argentina, (2004).
- Pombo González P., Molina Sánchez H., Ramírez Sobrino J., Aportes conceptuales y características para clasificar los sistemas/esquemas de garantía, España, (2008).
- Popper K., La Miseria del Historicismo, Traducción, Editoriales Alianza Taurus, (1991).
- Porter M., Estrategia Competitiva: Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia, Compañía Editorial Continental, (2000).
- Pratt E., Morris J., Pratt's guide to venture capital sources, Venture Economics, Inc., Wellesley, (1987).
- Quintela R., Tesis de Doctorado UBA, La crisis del sistema bancario argentino en las últimas dos décadas (1980-2000). Su vinculación con los sistemas de control, (2003).
- Quadrini V., Investment and Liquidation in renegotiation-proof Contracts with moral hazard, Journal of Monetary Economics, EE.UU. (2004).
- Rassiga F., Reineri N., Sociedades de garantía recíproca en Argentina: ¿Organizaciones para el Desarrollo de las PyMEs o de las Grandes Empresas?, (2000).
- Riding A., Haines G., Loan Guarantees: Cost of Default and Benefits to Small Firms Journal of Business Venturing, vol.16, nro.6, (2001).
- Rivera Godoy, J. A., Teoría sobre la estructura de capital. Estudios gerenciales, (2002).
- Robson, G., Gallagher C., Daly M., Diversification Strategy and Practice in Small Firms, International of Small Business Research, (1994).
- Rodríguez C, Bolzico J, Druck P, Henke A, Rutman J, Sosa Escudero W. y Streb J., Credit constraints facing firms in Argentina. Trabajo presentado en la XXXVI, Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, (2001).
- Ropero Moriones Eva, Tesis Doctoral Estructura de capital de la empresa y contratos de financiación óptimos en un contexto de asimetría de información y riesgo moral, Universidad Carlos III de Madrid, España, (2006).

- Roscoe Davis K., McKeown P., Definiciones sobre modelos cuantitativos para Administración, (1986).
- Ross S., The Determination of Financial Structure. The Incentive Signaling Approach, Bell Journal Of Economics, Volume 8, (1977).
- Sapetnitzky Claudio y otros. Administración Financiera de las Organizaciones, Ed. Macchi, (2000).
- Scott D., Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure, Journal of Finance, Vol. 32, 1-20, (1977).
- Schvarzer J., La industria que supimos conseguir, Buenos Aires, (1996).
- Sharpe W., Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, (1964).
- Sharpe S., Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A stylized model of customer relationships, Journal of finance, 45, (1990).
- Shefrin H, Thaler R., An economic theory of self control, Journal of Political Economy, V 89, Nro.2, (1981).
- Shyam-Sunder, L. y Myers S, Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, Journal of Financial Economics, 51, (1999).
- Sigouin C., Investment Decisions, Financial Flows and Self enforcing contracts, International Economic Review, 44, (2003).
- Spence, M., Job Market Signaling, Quarterly Journal of Economics, 87, (1973).
- Stearns K., Fondos de Garantía y sus posibilidades para la microempresa, EE.UU., (1993).
- Stiglitz J., Information and the change in the paradigm in economics, The American Economist, vol. 48, (2004).
- Stiglitz J. y Weiss A., Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. American Economic Review 71 (3), (1981).
- Stiglitz J., Greenwald B., Weiss A., Informational imperfections in the capital markets and macroeconomic fluctuations, American economic review, EE.UU., (1984).
- Stiglitz J., Grossman S., On the impossibility of informationally efficient markets, American economic review, EE.UU. (1980).
- Storey D., Understanding the Small Business Sector, Ed. Routledge, London, (1994).

- Suarez – Suarez A., Decisiones optimas de inversión y financiación de en la empresa, Editorial Pirámide, (1996).
- Vigier H., Sobre el problema de financiación de las PYMEs: selección adversa y riesgo moral, AEDEM, (1999).
- Vigier H., Aplicaciones de la Resolución de Ecuaciones en Relaciones Borrosas al diagnóstico empresarial, Tesis Doctoral, Universidad Rovira I Virgili, (2001).
- Vogel R., Adams D., Costo y Beneficios de los Programas de Garantías de Crédito, (1997).
- Wang C. – Williamson S., Adverse selection in credit markets with costly screening, University of IOWA, EEUU, (1993).
- Watson R, y Wilson N., Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order, Journal of Business Finance & Accounting, (2002).
- Westwick C., Manual para la aplicación de los ratios de gestión, Edit. Deusto, Espuma, (1987).
- Williamson O., Corporate Finance and Corporate Governance, Journal of finance, Vol.43, Nro.3, (1988).
- Williamson O., Las instituciones económicas del capitalismo, Fondo de Cultura Económica, México, (1989)
- Zoppa A., McMahon R., Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SME from Australia's Business Longitudinal Survey, The Flinders University of South Australia, Scholl of Commerce, Research Paper Series N° 02-2, (2002).

## **Leyes y Normativa diversa**

- Ley 19550 de Sociedades Comerciales, Texto ordenado por el Anexo del Decreto N° 841/84.
- Ley 21526 de Entidades Financieras, (1977).
- Ley 24144 Carta Orgánica BCRA, (1992, actualizada por decretos 1311/2001y 439/2001).
- Ley 24467 de Pequeña y Mediana Empresa, (1995).
- Ley 24522 de Concursos y Quiebras (1995)
- Ley 25300 de Fomento para la micro, pequeña y mediana empresa, (2000).

## **Normativa BCRA**

- Comunicación A 2216, (1994).



- Comunicación A 2729, (1998).
- Comunicación A 2950, (1999).
- Comunicación A 3051, (1999).
- Comunicación A 3245, (2001).
- Comunicación A 4972, (2009).

## **Inspección General de Justicia (IGJ)**

- Resolución General N° 7/2005
- Resolución General 6/2006
- Resolución General 1/2008
- Resolución General 4/2009

## **Secretaria Pyme (SEPYME)**

- Resolución 133/1998
- Resolución 135/1998
- Resolución 24/2001
- Resolución 25/2001
- Disposición 147/2006
- Resolución 21/2010
- Disposición 128/2010

## **Páginas WEB**

- ABAPPRA, Asociación de Bancos Públicos y Privados de la Republica Argentina, [www.abappra.com](http://www.abappra.com)
- ADEBA, Asociación de Bancos Argentinos, [www.adeba.org.ar](http://www.adeba.org.ar)
- Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica [www.agencia.gov.ar](http://www.agencia.gov.ar)
- Aval Rural SGR, [www.avalrural.com.ar](http://www.avalrural.com.ar)
- BCRA, Banco Central de la Republica Argentina, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)
- Bloomberg, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- BNDES, Banco de Desarrollo de Brasil, [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)
- CAC, Cámara Argentina de Comercio, [www.cac.com.ar](http://www.cac.com.ar)
- CAF, Corporación Andina de Fomento, [www.caf.com](http://www.caf.com)
- CASFOG, Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía, [www.casfog.com.ar](http://www.casfog.com.ar)
- CEMA (Universidad), [www.cema.edu.ar](http://www.cema.edu.ar)
- CESGAR, Confederación española de sociedades de garantías recíprocas, [www.cesgar.es](http://www.cesgar.es)
- Comisión Nacional de Valores, [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- CONFIMPRESEITALIA, Confederazione Sindacale Associazione Micro Imprese a Artigianato aderente a Confafi, [www.confimpreseitalia.org](http://www.confimpreseitalia.org)
- INDEC, Instituto de Estadísticas y Censos, [www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar)
- Facultad de Ciencias Económicas Universidad de Buenos Aires, [www.econ.uba.com.ar](http://www.econ.uba.com.ar)
- FOGAPE, Fondo de Garantía para pequeños empresarios (Chile), [www.fogape.cl](http://www.fogape.cl)

- Fundación Observatorio Pyme Argentina, [www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar)
- FUNPROGER, Fondo de aval para la generación de empleo y renta (Brasil), [www.bb.com.br](http://www.bb.com.br)
- Garantizar SGR, [www.garantizar.com.ar](http://www.garantizar.com.ar)
- IGJ, Inspección General de Justicia, [www.jus.gov.ar](http://www.jus.gov.ar)
- IAMC, Instituto Argentino del Mercado de Capitales, [www.iamc.sba.com.ar](http://www.iamc.sba.com.ar)
- Mercado de Valores de Buenos Aires, [www.merval.com.ar](http://www.merval.com.ar)
- JASMEC, Japan Small and Medium Business Corporation, en [www.chusho.meti.go.jp](http://www.chusho.meti.go.jp)
- JETRO Japan External Trade Organization – [www.jetro.go.jp](http://www.jetro.go.jp)
- SBA, Small Business Administration, EE.UU., [www.sba.gov](http://www.sba.gov)
- SEPYME, Secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, [www.sepyme.gov.ar](http://www.sepyme.gov.ar)
- The Financial Forecast Center, [www.forecasts.org](http://www.forecasts.org)
- UIA, Unión Industrial Argentina, [www.uia.org.ar](http://www.uia.org.ar)

# ANEXOS

## 1. Requisitos formales, modelos de contrato y formularios Garantizar SGR

Texto enviado por Garantizar a sus potenciales socios partícipes a los efectos de ingresar al sistema de SGR.

### GARANTIZAR S.G.R.

*Es un tipo de sociedad cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las Pymes a través del otorgamiento de Garantías para cumplimiento de sus obligaciones.*

*Ofrece certificados de garantía a sus Socios Partícipes (Pymes) para mejorar sus condiciones de acceso al crédito. También brinda asesoramiento técnico económico y financiero.*

### Condiciones para ser Socios Partícipes

*\* Ser pequeña y mediana empresa según la Disposición 147/2006 de la Sub Secretaría de la Pequeña y Mediana empresa y Desarrollo Regional.*

*\* Suscribir acciones de la S.G.R. según producto o servicio*

*\* Dedicarse a actividades comerciales, industriales, agropecuarias o de servicio no financieros en el ámbito de la Rep. Argentina*

### Suscripción de Acciones para Socios Partícipes (en función del monto del certificado de garantía solicitado)

El socio pyme deberá abonar en concepto de gastos el 0,4 % del Certificado de garantías, este monto incluye también el monto de acciones y se abona únicamente en el primer aval otorgado.

El socio pyme en el momento de ingresar el legajo deberá adelantar \$1200 en concepto de análisis de legajo. Luego de ser aprobado estos \$1200 se deducirán de los gastos que corresponde abonar<sup>1</sup>.

Sociedades constituidas regularmente (S.A., S.R.L., Etc.)

<sup>1</sup> El monto actual es de \$ 2 mil y según se observa en el cuerpo principal de la tesis doctoral se modificó este año el tope de facturación para que una empresa sea considerada pyme.

- Solicitud de Garantía completa y firmada en todas sus hojas por el titular de la empresa.



SOLICITUD DE  
CONTRATO DE GARA



INFO. GENERAL  
PARA SOLICITAR UN



SOLICITUD DE  
ADMISIÓN.doc

- Copia con firma certificada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de los últimos 3 balances cerrados por periodos de 12 meses. El último balance en original con el certificado del Consejo Profesional, y los anteriores deben estar certificados pero se aceptan en fotocopias.
- Detalle de Ventas y Deudas Bancarias. (abrir archivos) (todos los archivos deben estar fechados y firmados)



DETALLE DE VENTAS  
Y COMPRAS.doc



DETALLE DE DEUDA  
BANCARIA.doc

- Copia Autenticada de Estatuto o Contrato Social
- Copia autenticada de Acta de Asamblea con designación de autoridades (última) y donde se apruebe la distribución de utilidades del último ejercicio.
- Copia autenticada de Acta de Directorio con distribución de cargos (última).
- Copia autenticada del acta que fija domicilio social o lo modifica
- I.V.A. y SUSS fotocopia de las DDJJ y de los comprobantes de pago de los últimos 6 meses.
- DD.JJ. de Ganancias (último año para sociedades)
- Manifestación de Bienes de los Socios, firmadas por el titular y por Contador Público Nacional, la firma del Contador debe estar legalizada por Consejo salvo que se trate del mismo contador que certificó el balance. (abrir archivo)



MANIFESTACIÓN DE  
BIENES.doc

- Memoria del destino de los fondos a obtener con la garantía, acompañada con una nota (Reseña) sobre la actividad de la empresa.



BREVE RESEÑA  
FRB008.doc

- Detalle de las contra garantías a ofrecer con su valor estimado.
  - En el caso de **hipoteca** adjuntar copia del título de propiedad
  - En el caso de tratarse de **Bienes a adquirir** adjuntar copia de Factura Pro forma.

En todos los casos el socio deberá contratar seguro de los bienes que se graven, con endoso a favor de Garantizar.

- Instructivo para contratación de seguros firmado (para el inmueble a ofrecer en contragarantía) – adjunto Anexos Sg A y Sg B



ANEXO Sg A.doc



ANEXO Sg B.doc

- Cheque por \$ 1200 a nombre de Garantizar SGR, por estudio de legajo (se tomará como pago a cuenta de las acciones a suscribir de la SGR)
- Formulario Anexo I de la SSEPYME, completo, firmado y con firma certificada por Escribano (abrir archivo)



Anexo I.doc



Anexo III.doc



Anexo IV.doc

- Flujo de Fondos del proyecto de inversión con el mismo plazo del préstamos solicitado (primer año mensualizado, y los restantes en montos anuales) Es importante destacar que las premisas de armado son esenciales para que el evaluador pueda entender el negocio, para esto se debe aclarar el porqué de todas las variaciones de los números históricos de la empresa (abrir archivos)



Premisas para  
elaboración de flujo d



CASH FLOW 06  
MATRIZ.xls

Enviar de corresponder todo lo referente a la política aplicada de medio ambiente (informe de tratamiento de efluentes, certificado de aptitud ambiental)

En el caso que la empresa esté en un plan de pagos de un concurso preventivo, se le solicita adjuntar la siguiente información:

- Acuerdo concursal.
- Homologación del concurso.
- Acreditación de pagos.
- Informe del síndico concursal del estado de evolución del concurso.

Nota: todos los formularios a presentar se pueden bajar de [www.garantizar.com.ar](http://www.garantizar.com.ar)

### **Contrato de Garantía Reciproca entre Garantizar SGR empresa siderúrgica julio 2008**

Entre GARANTIZAR SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA, con domicilio en Sarmiento 663, 6to. Piso, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, representada en este acto por los señores....., en su carácter de apoderados, en adelante GARANTIZAR, por una parte, y por la otra....., con domicilio en.....la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, representada en este acto por ....., en su carácter de socios gerentes, en adelante el SOCIO PARTICIPE, se conviene la celebración de un contrato de garantía reciproca, conforme a lo previsto en los arts. 68 y 69 de la Ley 24.467 T.O., y sujeto a lo que se dispone a continuación:

PRIMERO: GARANTIZAR afianzará al SOCIO PARTICIPE el pago de un préstamo que le otorgará la CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES y el pagará que instrumentará ese préstamo, en un todo de acuerdo a lo dispuesto en los términos y condiciones del contrato de préstamo mencionado, por la suma de \$ 900.000,00 (Pesos Novecientos Mil con 00/100) con más los intereses y accesorios hasta el momento de su cancelación total. La garantía a otorgar lo será hasta el día de pago del préstamo otorgado al SOCIO PARTÍCIPE. La garantía a otorgar será de carácter solidario, con renuncia a los beneficios de excusión y de división, y se instrumenta en el marco del Contrato de Préstamo señalado.

SEGUNDO: Sin perjuicio de los supuestos de resolución previstos el artículo OCTAVO del presente contrato, éste mantendrá su vigencia hasta que el SOCIO PARTÍCIPE haya dado total cumplimiento a las obligaciones asumidas por el Préstamo que recibiere, así como las contraídas en el presente con GARANTIZAR.

TERCERO: Forman parte del presente contrato las contragarantías constituidas con ajuste a lo resuelto por el Consejo de Administración, conforme con lo previsto en los artículos 71 de la Ley 24.467 T.O. y 27 del Estatuto Social.

CUARTO: El SOCIO PARTICIPE se compromete a no dar a las sumas obtenidas, otro destino que el denunciado en la solicitud de garantía, reservándose GARANTIZAR el derecho de verificar el fiel cumplimiento de las condiciones bajo las cuales se lleva a cabo el proceso de producción de bienes y/o

servicios, así como el debido uso de las sumas obtenidas. Asimismo el SOCIO PARTÍCIPE señala que se encuentran dadas todas las condiciones normales necesarias bajo las cuales suele desarrollar su actividad, y que no se encuentra afectado a la fecha por circunstancias extraordinarias que afecten su normal capacidad de producción.

QUINTO: Cualquier impuesto, tasa o contribución, presente o futuro, que corresponda tributar por el presente, será totalmente a cargo del SOCIO PARTICIPE, cualquiera fuera su situación frente a los mencionados tributos, así como de todos los gastos y honorarios que se originen en estudio de títulos, actuaciones notariales y registrales, tasaciones, y/o cualquier otro en el que deba incurrirse como consecuencia del otorgamiento, mantenimiento y ejecución de las garantías.

SEXTO: Para acceder al otorgamiento de la garantía el SOCIO PARTICIPE deberá:

a) Encontrarse al día en el cumplimiento de todas sus obligaciones previsionales y fiscales, obligándose a presentar los respectivos comprobantes de pago tan pronto como GARANTIZAR se lo requiera.

b) Contratar los seguros requeridos por GARANTIZAR para cubrir los riesgos que pudieren afectar a los bienes objeto de las contragarantías otorgadas, en compañías de primer nivel y por intermedio del productor de seguros designado por GARANTIZAR. Asimismo, se compromete a abonar en tiempo y forma las primas de los seguros contratados, a fin de evitar la caducidad de las pólizas correspondientes. En caso de mora en el pago de las primas, GARANTIZAR podrá abonarlas y requerir al SOCIO PARTÍCIPE el reintegro de las sumas pagadas, estableciendo de común acuerdo la vía ejecutiva para el reclamo judicial, siendo suficiente para integrar el título la presentación del presente contrato y los recibos de pago emitidos por la compañía acreedora o por el productor de seguros designado a tal fin.

c) Proporcionar información contable y financiera con carácter de Declaración Jurada.

Para el caso en que no resultare cierto lo declarado por el SOCIO PARTICIPE en el presente apartado, el SOCIO PARTICIPE se obliga a abonar las obligaciones afianzadas dentro del plazo de 24 horas de recibida la notificación de GARANTIZAR, bajo apercibimiento de darse por decaídos los plazos previstos en el presente contrato y ejecutar los pagarés y las contragarantías convenidas.

SÉPTIMO: Durante toda la vigencia del presente contrato, el SOCIO PARTICIPE deberá dar estricto cumplimiento a las siguientes obligaciones:

a) Sin perjuicio de la información que, respecto de las particularidades del préstamo, deberá suministrar a la CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES otorgante del mismo, comunicar la fecha de su liquidación y de cada uno de los vencimientos y la de sus respectivos cumplimientos, así como de la existencia de eventuales esperas acordadas por el acreedor;

b) Remitir copia autenticada de las pólizas de seguro que cubran los bienes integrantes de su patrimonio;

c) Aportar anualmente los balances del ejercicio y el estado de resultados.

OCTAVO: GARANTIZAR, durante la vigencia del presente contrato, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial previa, podrá declarar resuelto el contrato por culpa exclusiva del SOCIO PARTICIPE, en su caso, así como ejecutar las contragarantías, si el SOCIO PARTICIPE incurriera en alguno de los siguientes supuestos:

a) Por falta de pago de los intereses, comisiones o por incumplimiento de las obligaciones contraídas en el presente contrato de garantía.

b) Por incumplimiento de la obligación de pedir autorización previa y por escrito a GARANTIZAR para:

1) Enajenar o aportar a cualquier otra sociedad, parcial o totalmente, su activo o su fondo de comercio.

2) Efectuar cualquier tipo de transacción que involucre una disminución importante de su patrimonio;

3) Garantizar el pago de deudas a terceros y o de terceros;

4) Contraer préstamos a mediano o largo plazo;

5) Hipotecar o preñar los bienes de la empresa, o sus fiadores sus bienes;

6) Cualquier otra operación que importe una modificación sustancial en el ramo de su actividad, o cesar en ésta;

c) Por incumplimiento de la obligación de notificar a GARANTIZAR el estado de cesación de pagos, el concurso de acreedores o el pedido de declaración de quiebra o la existencia de embargos o cualquier otra forma de inhibición de sus propiedades.

d) Si se ausentara del país y no dejara bienes libres de todo gravamen y suficientes para cancelar todas sus obligaciones,

e) Si incumpliera sus obligaciones societarias respecto de GARANTIZAR S.G.R.

f) Si fuera persona de existencia ideal y no diera cumplimiento a las obligaciones legales para su funcionamiento regular.

g) Si incurriere en falta de pago de cualquier impuesto, tasa o contribución, presente o futuro, así como de todos los gastos y honorarios que se originen en estudio de títulos, actuaciones notariales y registrales, tasaciones, y/o cualquier otro en el que deba incurrirse como consecuencia del otorgamiento, mantenimiento y ejecución de las garantías, tal y como fuere estipulado en apartado QUINTO del presente contrato.

h) Si desviare la venta de productos a otra operación comercial no declarada y diferente al destino establecido para la presente operación. En tal supuesto GARANTIZAR quedará autorizada a interpretar que el SOCIO PARTÍCIPE, sus representantes, socios y apoderados podrían haber incurrido en una conducta antijurídica lesiva y constitutiva de un ilícito de naturaleza penal, e impulsar las denuncias y/o querrelas criminales que pudieren corresponder.

NOVENO: El SOCIO PARTICIPE queda obligado a abonar una comisión por garantía del 2,00 % (dos con 00/100 por ciento) anual, pagadero por año adelantado. Esta comisión se devengará hasta que el SOCIO PARTICIPE haya dado total cumplimiento a las obligaciones avaladas, o bien haya cancelado las sumas que GARANTIZAR hubiese abonado a CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES, y el resto de las obligaciones contraídas con GARANTIZAR en virtud del presente.

DÉCIMO: GARANTIZAR está autorizada a entregar las cantidades que les sean requeridas por CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES, hasta el importe total de las mismas y al primer requerimiento de ésta, sin necesidad de la previa conformidad del SOCIO PARTICIPE y por lo tanto, sin que GARANTIZAR tenga que analizar la procedencia o la improcedencia de la petición de reintegro. GARANTIZAR queda asimismo exenta de la obligación de recurrir contra las resoluciones que adopte CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES y que tengan origen en la garantía prestada.

DÉCIMOPRIMERO: En caso de producirse atraso en los pagos que deba efectuar el SOCIO PARTICIPE a GARANTIZAR como consecuencia del presente contrato de garantía recíproca, deberá abonar sobre las sumas adeudadas, además del interés compensatorio equivalente al de la tasa pactada para en los documentos de deuda, un interés punitivo anual del 50% de la misma.

DÉCIMOSEGUNDO: Las contragarantías a otorgar por el SOCIO PARTICIPE facultan a GARANTIZAR a reclamarle el monto total de cada contragarantía, a trabar todo tipo de medidas cautelares y promover



ejecuciones contra sus bienes para hacer efectivos los importes reclamados, considerándose de plazo vencido las obligaciones de reintegro, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial, cuando el SOCIO PARTICIPE hubiere incurrido en cualquiera de los incumplimientos contractuales previstos en las cláusulas precedentes.

A estos efectos, se pacta en forma expresa lo siguiente:

a) Que GARANTIZAR podrá reclamar por vía ejecutiva al SOCIO PARTICIPE las cantidades que deban pagar al acreedor CORPORACION INTERAMERICANA DE INVERSIONES, así como los saldos de los documentos de deuda que se adeuden aún antes de haber pagado a CORPORACION INTERAMERICANA DE INVERSIONES, aunque no hubiera vencido el plazo totalmente, a cuyo efecto utilizará el presente contrato y/o el pagaré y/o garantías solidarias y/o hipotecas y/o prendas con registro y/o cualquier otro tipo de garantías que se hubieran constituido en cumplimiento de la contragarantía requerida.

b) Que GARANTIZAR, ante la falta de pago del SOCIO PARTICIPE, deberá hacer efectiva la garantía ofrecida a CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES, mediante el pago de las sumas afianzadas, subrogándose en los derechos de CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES.

GARANTIZAR tendrá derecho a perseguir el cobro de lo adeudado contra el SOCIO PARTICIPE, en la forma prevista precedentemente.

c) Que todos los gastos, costos, costas y honorarios que pudieran producirse como consecuencia del ejercicio de las acciones derivadas del presente contrato, incluidos la tasa judicial, los honorarios del abogado y del procurador, y de peritos en su caso, serán por cuenta del SOCIO PARTICIPE.

**DÉCIMOTERCERO:** Las partes constituyen domicilio, a todos los efectos legales, en los mencionados en el encabezamiento del presente y se someten a la jurisdicción de los tribunales ordinarios de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con renuncia a todo otro fuero o jurisdicción.

De conformidad, las Partes firman 2 (dos) ejemplares de un mismo tenor y a un solo efecto, en la Ciudad de Buenos Aires, a los 22 días del mes de mayo de 2008.

## **2. SGR de cadena de valor – sectorial (Aval Rural<sup>2</sup> SGR)**

“Al 31 de Marzo de 2010 el capital social de Aval Rural<sup>3</sup> estaba representado en un 50% por un socio protector, Nidera S.A. y el otro 50% por 624 socios partícipes. Estos últimos socios pertenecen en su totalidad al sector agropecuario y son clientes de Nidera (distribuidores, productores, acopiadores, agronomías y contratistas) y/o clientes de éstos. Una de las ventajas más importantes con que cuenta Aval Rural es el profundo conocimiento que tiene de sus socios partícipes, que en su mayoría operan con Nidera desde hace varios años (algunos más de 30 años), con un excelente historial y trayectoria dentro de la empresa. La distribución geográfica de los actuales socios partícipes es la siguiente: 30% provincia de Buenos Aires, 28% Córdoba, 13% Santa Fe, 11% Capital Federal, 5% Entre Ríos, 4% La Pampa, 3% Salta, 6% otras provincias”. “Uno de los principales objetivos de Aval Rural es apoyar y fortalecer la red pyme de clientes y proveedores de Nidera, facilitándoles el acceso al crédito, no

<sup>2</sup> Aval Rural junto a Garantizar, Garval y Agroaval son las que tienen más fideicomisos desarrollados

<sup>3</sup> Fuente: [www.avalrural.com.ar](http://www.avalrural.com.ar)

solamente para la compra de insumos agrícolas (capital de trabajo), sino también para la adquisición de maquinaria (tractores, cosechadoras, sembradoras, pulverizadoras), construcciones y/o ampliaciones de plantas (de acopio, de procesamiento de semillas), mejora de logística y compra de campos, entre otros”.

Esta SGR, especializada en productos del campo desarrolla principalmente fideicomisos financieros, y los bienes fideicomitidos son las letras de Cambio emitidas en dólares por los Fiduciantes a su orden y aceptadas y avaladas por Aval Rural, y los créditos que tendrán las pymes seleccionadas en el fideicomiso. La monetización se produce en el mercado de capitales a través de la colocación de VRD (valores representativos de deuda) en general hasta un año de plazo y con tasas de interés en torno al 6-7% anual en dólares. Esta Estructura financiera y legal que permite a los productores agropecuarios financiar un porcentaje importante de sus costos de siembra cancelando con cereal al término de la cosecha. El destino de los fondos es el financiamiento de insumos, arrendamientos y laboreos de entre el 35-50% de la producción final estimada (dependiendo del cereal). Del total de los fondos, al menos el 70% deberá ser destinado a la compra de insumos en Nidera. El 30% restante será recibido por el productor como dinero en efectivo para otros gastos de siembra.

Los pasos para acceder al aval:

- Junto al asesor comercial, la pyme define su necesidad de financiamiento y el tipo de garantía apropiada,
- De acuerdo a sus características y a la operación elegida, la pyme presenta la documentación pertinente para: a. solicitar su incorporación como socio partícipe, b. solicitar la obtención de una calificación crediticia,
- Aval Rural SGR acepta a la pyme como socio partícipe y le otorga una calificación crediticia. Simultáneamente se solicitan las contragarantías apropiadas que respalden el certificado de garantía,
- Junto con el socio partícipe, se analizan las mejores opciones de financiamiento dentro de la cartera de productos y líneas de crédito que posee Aval Rural SGR,
- La pyme presenta las contragarantías solicitadas,
- Se emite el certificado de garantía en las condiciones pactadas y se presenta ante el monetizador elegido (entidad bancaria o mercado de capitales) para el desembolso del crédito.

### **3. Trabajo de Campo Caso Real año 2009-2010 - Acceso a líneas de crédito de largo plazo a través de aval SGR**

Se realizó un trabajo de campo particular con el objeto de analizar el comportamiento de distintas variables del proceso de calificación crediticia, obtención del aval de SGR y monetización final del préstamo a través de un banco.

La empresa seleccionada es una pyme con indicadores económico-financieros por encima de la media, sin problemas de calificación en bancos. Se trata de una firma que por primera vez solicita un préstamo financiero ya que siempre autofinanció sus inversiones y la rentabilidad del negocio sumado a la política de retención de utilidades le ha permitido crecer sin necesidad de recurrir al financiamiento financiero externo. La SGR seleccionada es Garantizar SGR.

En virtud de las características señaladas, y sabiendo de antemano que la calificación resultaría positiva, la investigación presentaba los siguientes vectores de interés:

- Documentación requerida para calificar en una SGR
- Esquema de calificación de riesgo de la empresa por parte de la SGR
- Disponibilidad de líneas bancarias y receptividad de los avales de la SGR
- Tiempos del proceso
- Grado de dificultad interna de la empresa para preparación de los legajos de crédito
- Líneas de crédito, disponibilidad de líneas de largo plazo, costo financiero total
- Costos adicionales de tramitación y formalización de las contragarantías

A continuación se exponen las distintas actas y acuerdos alcanzados durante el proceso y se finaliza el trabajo con un análisis particularizado de los criterios de desempeño de la SGR para este caso en particular.

#### **ACTA DE LA REUNION DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION N° .... - Fecha 06/10/2009**

"Con la asistencia de: A) Los miembros del consejo de administración; el presidente .....y el consejero titular.....y consejero suplente ....., en representación de los socios protectores; B) Los miembros de la comisión fiscalizadora: el Presidente ....., los síndicos titulares .....y C) Los miembros de la comisión de riesgo, .....en calidad de oyentes. Siendo las 16:00 horas y existiendo el quórum suficiente para sesionar válidamente, se da comienzo a la reunión, abordando el tratamiento del Punto 1 del orden del día: Aprobación del acta N° .... de fecha 29 de septiembre de 2009, la que se aprueba en forma unánime. A continuación pasa a tratarse el Punto 2 del Orden del día: Admisión de socios partícipes. Se da tratamiento a la admisión como socio partícipe de las siguientes empresas."

Puesto a consideración de los presentes, se aprueba por unanimidad su incorporación como socios partícipes, pasando a revestir tal carácter a partir de integrar las acciones clase A que correspondan a la normativa vigente. Una vez integradas, se tomarán como aumento de capital social de clase A, que se aprueba de acuerdo a las disposiciones estatutarias y que será determinado de acuerdo al monto de las acciones integradas en cada caso.

A continuación pasa a tratarse el punto 3 del orden del día: solicitudes de garantía, modificaciones y prórrogas de acuerdos vigentes: se invita al gerente de riesgos, a efectos de informar sobre las solicitudes que la Comisión de Garantías eleva a consideración de los presentes. Analizadas y debatidas las mismas, se decide otorgar acuerdo de garantía a las siguientes empresas condicionando su instrumentación a que integren las acciones correspondientes, de acuerdo a lo expresado en el punto anterior del orden del día.

Nota: se incluyen en el orden del día a 18 empresas, entre las cuales se encuentra la empresa evaluada.

## **Acta Acuerdo con la empresa**

### **ACTA ACUERDO ....- Empresa.....**

Carpeta N° ....

A) Monto: hasta \$1.000.000. Garantía financiera para adquisición bienes de capital

Plazo: hasta 60 meses, con 6 meses de gracia para pago de capital

B) Monto: hasta \$300.000- Aval para la negociación de CPD de terceros

Plazo: hasta 12 meses, máximo para negociación individual 180 días

C) Monto: hasta \$100.000- Aval para la negociación de CPD propios

Plazo: hasta 12 meses, máximo para negociación individual 180 días

Contragarantías: Para A, B y C Fianza solidaria de los socios Sres. ...., ..... y su conyuge .....; ..... y .....

Para A y C Hipoteca en primer grado en garantía de las obligaciones asumidas en virtud del presente acuerdo y futuros acuerdos de garantía recíproca, sobre inmueble ubicado en la calle ....., Partido de ....., Pcia. De Buenos Aires. Nomenclatura catastral: ..... Titular Empresa..... Tasación efectuada por..... el 29/09/2009, valor de tasación \$3.800.000.-

Nota: Los valores a negociar deberán estar dentro del límite discrecional del 10% asignado al Departamento de Operaciones Bursátiles, contra presentación de documentación que acredite la existencia de la vinculación comercial.

## **Carta Anexa enviada por Garantizar SGR a la empresa**

Dado que estamos en vías de firmar esta operación, pasamos a detallarles los gastos de GARANTIZAR:

1. Comisión: \$ 25 mil.- (Pesos veinticinco mil.-)
2. Gastos Administrativos: \$6.310.- (Pesos seis mil trescientos diez.-)

Favor de abonar los mismos con cheque propio a nombre de GARANTIZAR S.G.R. cruzado, con cláusula "no a la orden"

Solicitamos además que se acerquen con la cotización de seguros adjunta, completa y firmada.

## **Certificado de Garantía**

### **CERTIFICADO DE GARANTÍA N°<sup>4</sup>**

En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, a los 8 días del mes de octubre de 2010, GARANTIZAR SGR, con domicilio en Sarmiento 663 6° piso de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, representada en este acto por los señores ..... y ....., en su carácter de apoderados, en cumplimiento de lo previsto en el contrato de garantía recíproca suscripto el 7 de octubre de 2010, con ..... S.A se constituye en fiador solidario hasta la suma de 1.000.000\$.- (pesos un millón), del préstamo a otorgar al SOCIO PARTICIPE ..... S.A por el Banco de La Nación Argentina, para ser utilizado para adquisición de bienes de capital, en los mismos términos, plazos y condiciones que lo previsto con este, conforme copia del acuerdo de crédito que obra en poder de

<sup>4</sup> Nro. de certificado de garantía próximo a 10000 (diez mil).

GARANTIZAR SGR. La presente garantía es con renuncia a los beneficios de excusión y de división. Las prorrogas, renovaciones, modificaciones o novaciones que pudieran otorgarse con relación a las obligaciones contraídas como consecuencia del préstamo afianzado deberán cponarn con el consentimiento expreso de GARANTIZAR SGR. Consiguientemente GARANTIZAR SGR se obliga, ante el primer requerimiento de ese banco, a abonar cualquier suma adeudada por el socio participe garantizado, tanto en concepto de intereses compensatorios, como de amortización de capital. El capital del crédito garantizado por GARANTIZAR SGR lo será hasta por un monto igual al importe nominal consignado. El monto máximo fijado en el presente certificado de garantía determina la cuantía total del capital de la obligación asumida y deberá deducirse de ese monto los pagos efectuados por el socio participe deudor y/o por GARANTIZAR SGR en concepto de amortización de capital de la deuda garantizada. Queda entendido que la caducidad de los plazos otorgados en el préstamo garantizado no tendrá efectos respecto de GARANTIZAR SGR la que podrá cumplir con sus obligaciones de fiadora en las mismas condiciones del crédito original, subrogándose en los derechos del BANCO DE LA NACION ARGENTINA. Junto con dicho requerimiento, el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA deberá acreditar haber puesto en mora al deudor y haber realizado fehacientemente la intimación del pago correspondiente. Asimismo el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA se compromete a informar por escrito a GARANTIZAR SGR con una periodicidad mensual, los saldos de las operaciones del socio participe cliente afianzado, vigentes y garantizadas, así como todo otro evento que revelare demoras en el cumplimiento por parte del socio participe. Asimismo se compromete a intimar de pago al socio participe cliente dentro de los cinco (5) días hábiles de producido el vencimiento de la obligación, y a dar aviso de esta circunstancia por medio escrito a GARANTIZAR SGR dentro del mismo plazo, pudiendo extender el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA este plazo razonablemente cuando resultare necesario para la negociación comercial, siendo dicha extensión de plazo también aplicable al pago solicitado, que GARANTIZAR SGR se compromete a efectuar el pago solicitado dentro de los treinta (30) días corridos de su vencimiento, siempre que hubiere recibido la notificación prevista en el presente, y ello toda vez que se diere cumplimiento a las condiciones de vigencia y validez de la fianza en un todo de acuerdo a lo dispuesto en el presente certificado y en el convenio suscripto con el BANCO DE LA NACION ARGENTINA. El presente instrumento es intransferible, salvo que Garantizar lo autorice en forma expresa y será título ejecutivo por el monto y las condiciones arriba expresadas, conforme a lo previsto por el art. 70 de la ley 24.467 (ley 25.300)

## **CARTA de GARANTIZAR SGR AL BANCO NACIÓN**

SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 8 de Octubre de 2010-10-31

Señores  
BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA  
Sucursal Plaza de Mayo  
Presente  
Ref: Certificado de Garantía N° ....

De nuestra consideración:

Adjuntamos a la presente el Certificado de Garantía arriba mencionado por la suma total de \$1.000.000 (PESOS UN MILLON) afianzando el préstamo a otorgar por vuestro banco a nuestro socio participe

.....  
Les solicitamos en nuestro carácter de fiadores, una vez desembolsado el préstamo afianzado nos informen los datos señalados a continuación vía mail a la dirección ..... con copia a ..... y ..... o vía fax al 4012-2802 a la atención de Gerencia de instrumentación.

Sucursal:  
Contacto:  
Telefono y dirección del mail del contacto:

Préstamo Nro:

Fecha de desembolso:

Importe de capital desembolsado:

Cantidad de cuotas de amortización:

Fecha primer vencimiento:

Fecha vencimiento final:

Período de gracia (de corresponder):

Tasa fija o variable:

Tasa nominal anual vencida (periodo inicial):

Sistema de cálculo (francés, alemán, etc.)

Les informamos que se ha decidido dejar sin efecto el cobro de nuestra comisión por parte de nuestro banco, por lo tanto les solicitamos se abstengan de efectuar el cobro de la misma durante toda la vigencia del préstamo, ya que será abonada directamente por el socio participe a esta SGR.

Asimismo, les comunicamos que esta SGR efectúa un seguimiento de las garantías otorgadas, requiriendo en forma mensual a los beneficiarios un informe de saldo de deuda que en su oportunidad les será remitido

Agradeciendo vuestra colaboración, los saludamos muy atentamente

GARANTIZAR SGR

### **Condiciones de la línea de crédito obtenida con el BNA**

Las condiciones de la línea son:

Monto del Crédito: \$1.000.000.- (Pesos Un Millón)

Plazo: Hasta 60 (sesenta) meses.

Régimen de Amortización: Se liquidará mediante sistema alemán. Amortizaciones mensuales.

Reglamentación crediticia: Regl. 400 - FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES DE ACTIVIDADES PRODUCTIVAS PARA LA MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Destino de los fondos: Adquisición de bienes de capital de origen extranjero.

Cronograma de Desembolsos: Se efectuará en un desembolso.

Interés: Tasa fija del 17% TNA, servicios pagaderos en forma mensual. Si la Titular cancela sus cuotas en término, y no tuviera otras deudas vencidas y exigibles con el Banco, tendrá una bonificación de un punto porcentual (1%) de la tasa de interés del período.

Período de Gracia: 6 (Seis) meses.

Garantía: Certificado de garantía expedido por GARANTIZAR S.G.R., por un monto total de \$ 1.000.000.- (Pesos Un Millón) equivalente al 100% de la asistencia propuesta. Dicho Certificado deberá reunir las condiciones detalladas en la Reglamentación Nro. 246 – Cap. II – Tipos de Garantía – Punto 7. Fianzas emitidas por Garantizar S.G.R

## **Gastos de formalización de contra Garantías**

### **Gastos de Hipoteca y certificaciones**

Concepto	Importe en \$
Certificados de registro	450
Certificados Administrativos	390
Sellos Matriz y testimonio	310
Inscripción	2000
Aporte	2800
Fichas	610
Legalización	120
Diligenciamiento	2960
Estudio de títulos	4610
Honorarios	10000
Certificaciones de firmas	1890
Personería Habilitante	390
Liberaciones	290
Baja Municipal	310
Tasa	3570
Total	30700

## **Análisis de los criterios para evaluar el desempeño de la SGR**

### **Relevancia**

Se cumple con el criterio de relevancia dado que el aval de Garantizar SGR permitió el acceso de la pyme en una línea a largo plazo a 5 años a tasa fija y en pesos a través del Banco de la Nación Argentina.

### **Adicionalidad**

La empresa evaluada estaba autoexcluida del mercado de crédito bancario, es decir por decisión propia siempre se autofinancio.

No se puede encontrar en este caso adicionalidad total ya que la empresa y/o sus socios cuentan con los colaterales necesarios y el nivel de endeudamiento es bajo y sin problemas de ser incrementado con los colaterales disponibles existentes.

Tampoco se puede verificar la adicionalidad en plazos porque de hecho la línea 400 del BNA existe con o sin aval de una SGR.

### **Eficacia**

No se cumple con el criterio de eficacia ya que no se produce una reducción del costo de fondeo. Con o sin aval de la SGR el costo de la línea de crédito es la misma. De hecho, al otorgar el aval de Garantizar SGR existe un sobrecosto que es la comisión de garantía que cobra la SGR, en este el 2,5% anual.

Por otro lado, al tratarse de una línea de crédito para importación de una línea productiva de origen extranjero se observa una sobretasa del 2% anual respecto a la

tasa para compra de productos de fabricación nacional, independientemente que el producto se fabrique o no en forma local. De hecho si el producto se fabrica localmente la línea 400 no estará disponible para la empresa que opte por importar un producto similar.

### **Apalancamiento**

Si bien en sistema de SGR en general avanza en un lento proceso de crecimiento del apalancamiento en la relación promedio de avales / fondo de riesgo, no se produce en este caso el efecto multiplicador de los colaterales de la pyme.

La exigencia de garantía hipotecaria fue con los mismos niveles de aforo que un banco, y además los socios y sus cónyuges tuvieron que firmar fianzas solidarias.

### **Eficiencia**

No se observa la presencia de una línea diferenciada disponible a partir de los avales de la SGR para el caso evaluado. Incluso en este caso donde el banco recibe una Garantía Preferida A, la línea mantiene las mismas características con o sin aval de SGR.

### **Accesibilidad**

Se cumple con el criterio de accesibilidad. Salvo en lo referente a la carga administrativa duplicada, se debe concluir que:

- Se obtuvo acceso a línea de largo plazo en pesos a tasa fija, algo que si se tramita directamente ante los bancos públicos es muy difícil de conseguir;
- La carga administrativa se reduce en cuanto al proceso de calificación en la SGR. Sin embargo hubo que replicar el legajo de crédito en el BNA e incluso agregar información adicional;
- El acceso a la SGR fue amplio y sin restricciones. Cabe aclarar sin embargo que se trata de una empresa de alta calificación crediticia.

### **Adaptabilidad**

No se verificó adaptabilidad ya que se calificó para las líneas disponibles y no hubo posibilidad de adaptar una línea de crédito a la necesidad de la empresa. De hecho la empresa tuvo que primero pagar la máquina importada, y luego de dos semanas de terminar todo el proceso de formalización de la garantía recién se produce la monetización del crédito avalado por la SGR.

### **Enfoque sistémico**

En todo el proceso de interacción Empresa – SGR – Banco – Facilitadores Financieros se produjeron numerosos cortocircuitos y problemas de desinformación. De hecho la firma recién recibió las condiciones finales del préstamo del BNA luego de haber formalizado la contragarantía con la SGR.

### **Comentarios finales de la prueba de campo**



El tiempo desde la incorporación como socio partícipe (6-10-2009) y la monetización del préstamo avalado por Garantizar SGR (24-10-2010) ha superado los 12 meses. Sin embargo, previo a este ya extendido plazo, la firma había iniciado el contacto 7 meses antes, se había preparado la carpeta de crédito, había resultado aprobado el otorgamiento del aval por parte de la SGR.

Luego hubo que presentar una réplica de la carpeta presentada en la SGR, y más documentación aun, al banco. Se había seleccionado la línea de tasa fija más tasa variable del BICE<sup>5</sup>: tasa fija por el 70% del préstamo al 12% tasa fija en \$ y tasa badlar más 1,5% anual por el 30% restante.

No debe dejar de mencionarse las grandes dificultades y demoras internas que presento la pyme durante todo el proceso de preparación del legajo de crédito. En parte debido a la falta de coordinación adecuada de las tareas, y en parte debido a que la firma, al no tener una necesidad concreta del fondeo, tampoco mostro la diligencia debida para avanzar eficientemente con el proceso de calificación.

Finalmente una mención importante para el costo total de la operación para la pyme.

- Costo financiero puro: 17% TNA, lo cual puede reducirse a 16% TNA por buen cumplimiento. Como la empresa no tendrá problemas en pagar en término, consideramos la tasa más baja.
- Al momento de acreditar los fondos en la c/c del cliente de debito un 0,8% directo por sellado, lo cual distribuido en 5 periodos agrega un 0,16% al costo financiero total (cft) aunque pagado todo adelantado.
- Comisión por Garantía y Gastos administrativos SGR: la comisión por garantía es el 2,5% anual sobre saldos, los gastos administrativos son un costo directo fijo que representa un 0,6%, lo cual agrega un 0,12% al costo financiero total (cft) aunque pagado todo por adelantado.
- Gastos de Hipoteca y Certificaciones: Este cargo fijo representa aprox. un 3% de la financiación total recibida, y por lo tanto afecta el costo financiero total con una incidencia del 0,60% anual.
- Por lo expuesto, y en términos de Tasa de interés sobre saldos, el costo financiero total de la operación será aprox. del 19,20%. Y no se incluye el honorario del facilitador financiero ya que no existió para este caso. Habitualmente el honorario por éxito puede ir desde el 1 al 3% del monto de la operación por única vez.

El caso analizado con su costo financiero total, la exigencia de garantías a que fue sometida la empresa y los tiempos de proceso (en este aspecto responsabilidad compartida con la empresa), nos permite hacer una reflexión final: "en estas condiciones el sistema de SGR no sirve como herramienta para reducir el racionamiento de crédito de las pymes".

---

<sup>5</sup> Se presento la carpeta en el BICE, y en el banco estuvieron dos meses sin revisar la carpeta presentada. Luego de dos meses solicitaron documentación adicional mas actualización de la documentación entregada. En ese momento la firma resolvió suspender el proceso de otorgamiento de crédito a través de la SGR.

#### 4. Estadística de operaciones SGR en la Argentina

Toda la información del presente punto del Anexo se obtuvo a través de la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía (CASFOG).

#### Volumen e indicadores generales del sistema de SGR años 2008-2009 y primer semestre 2010

SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTÍAS (Datos a junio de 2009)						
CANTIDAD DE SGR	SOCIOS PROTECTORES	SOCIOS PARTICIPES	FONDO DE RIESGO	AVALES OTORGADOS	MONTO TOTAL	RIESGO VIVO- SALDO DE AVALES VIGENTES
24	414	10.900	\$650,5 MM	123.842	\$6530,6 MM	\$1090 MM

SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTÍAS (Datos a junio de 2009)	
CANTIDAD DE SGR	24
SOCIOS PROTECTORES	414
SOCIOS PARTICIPES	10.900
FONDO DE RIESGO	\$650,5 MM
AVALES OTORGADOS	123.842
MONTO TOTAL	\$6530,6 MM
RIESGO VIVO- SALDO DE AVALES VIGENTES	\$1090 MM

	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Financiera	75	24	478	67	741	109	1.098	155	973	55	2.690	102	4.021	188
Comercial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21	12	316	30
Técnica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	7
Otras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	71	10	132	9
Total	75	24	478	67	741	109	1.098	155	973	55	2.782	124	4.476	233

	2005		2006		2007		2008		2009		1° trimestre 2010		Total	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Financiera	997	533	21.625	960	23.459	1.333	26.717	1.300	36.524	17.040	11.040	432	134.740	22.217
Comercial	486	52	599	86	746	70	1.393	99	1.224	42	355	25	5.140	417
Técnica	39	13	82	9	5	3	2	2	10	6	0	0	145	40
Otras	147	5	88	5	12	1	0	0	32	2	0	0	482	32
Total	10.669	603	22.394	1.061	24.222	1.408	28.112	1.401	37.790	1.790	11.395	457	145.205	7.487

Año/ Indicador	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Agropecuario	0	0	22	0,99	81	2	251	3	760	12	2.375	59	2.729	124
Comercio	73	24	307	50	363	67	369	55	64	12	104	18	420	34
Construcción	0	0	0	0	0	0	2	0,25	1	0,08	8	0,62	101	3
Industrial	0	0	94	11	241	32	349	48	76	17	124	32	717	39
Servicios	3	0,44	54	4	56	8	128	48	71	13	171	14	509	33
Total	76	24	478	66	741	109	1.098	155	973	55	2.782	124	4.476	233

Categoría/ Indicador	2005		2006		2007		2008		2009		2010		Total	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Agricultor/pequeño	4.066	280	5.344	381	4.435	499	5.498	528	6.629	672	1.574	119	33.764	2.680
Comercio	2.752	129	5.764	251	6.764	367	8.906	408	13.182	456	3.998	123	43.066	1.995
Educación	152	9	166	14	116	14	79	5	53	8	117	5	795	60
Industrial	2.522	99	7.247	222	9.411	319	10.918	302	14.167	421	4.195	138	50.061	1.682
Servicios	1.177	85	3.873	193	3.496	208	2.711	158	3.759	233	1.511	72	17.519	1.070
Total	10.669	603	22.394	1.060	24.222	1.408	28.112	1.401	37.790	1.790	11.395	457	145.206	7.487

Cifras en miles de \$

Año/ Indicador	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1° trimestre 2010
Sgr con autorización para funcionar	1	2	4	5	5	9	9	11	17	21	24	24	24	24	25
Fondo de riesgo integrado (*)	36	44	71	96	110	98	74	125	190	322	596	667	708	75	814
Fondo de riesgo disponible (*)	36	44	71	96	111	98	58	104	167	298	566	619	626	625	660
Fondo de riesgo contingente (*)	-	-	-	-	-	-	16	21	23	24	30	49	81	132	152
Monto de garantías afrontadas- caídas	-	-	-	-	-	-	16	10	2	15	15	70	98	33	14
Monto de garantías recuperadas	-	-	-	-	-	-	-	2	4	9	8	27	61	24	11
Cantidad de garantías otorgadas	0	0	75	478	741	1.098	973	2.782	4.476	10.669	22.394	24.222	28.112	9.425	11.395
Monto de garantías otorgadas	-	-	24	67	109	155	55	124	233	603	1061	1408	1401	447	457
Garantías vigentes	-	-	10	26	51	70	63	77	158	380	770	1130	1418	1391	1528

Promedio de los saldos diarios para el periodo de análisis. Saldos expresados en miles de pesos

Año/ Indicador	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1° trimestre 2010
Apalancamiento (9/2)*	0	0	14	27	45	71	85	61	83	118	129	169	200	184	188
Apalancamiento real (9/3)*	0	0	14	27	45	71	109	74	94	128	136	183	226	223	232
Disp./ FDR Integrado (3/2)*	100	100	100	100	100	100	78	83	88	93	95	93	89	83	81
Contingente/ FDR Integ. (4/2)	0	0	0	0	0	0	22	17	12	7	5	7	11	18	19

Valores en %

## Evolución por tipo de título o instrumento financiero

	VALORES DE CORTO PLAZO OBLIGACIONES NEGOCIABLES		FIDEICOMISOS FINANCIEROS		CHEQUES DE PAGO DIFERIDO		TOTALES POR MES
	EMISIONES	MONTO EN \$	EMISIONES	MONTO EN \$	EMISIONES	MONTO EN \$	
FEBRERO 09			4	50.782	2.183	64.465	115.247
MARZO 09					2.267	59.616	59.616
ABRIL 09			1	7.784	2.024	58.897	66.681
MAYO 09	1	6.685			2.021	55.533	62.218
JUNIO 09			1	3.898	2.830	71.879	75.778
JULIO 09					3.082	83.926	83.926
AGOSTO 09			3	46.962	2.358	89.511	136.474
SEPTIEMBRE 09	1	1.155	3	56.180	3.088	85.682	143.017
OCTUBRE 09			2	28.951	2.921	76.847	105.799
NOVIEMBRE 09			4	51.357	3.079	80.059	131.416
DICIEMBRE 09			3	55.244	3.082	87.923	143.168
ENERO 2010			3	22.272	2.912	77.901	100.174
FEBRERO 2010			1	6.695	2.532	73.950	80.646
TOTAL 2009 (*)	3	8.840	24	334.609	31.427	881.858	1.225.308
TOTAL 2010 (**)	0		1	6.695	2.532	73.950	80.646

(\*) ENERO A DICIEMBRE 2009 (\*\*) ENERO A FEBRERO 2010

Cifras en miles de pesos

## Niveles de actividad por SGR

Denominación	Año 2008												TOTAL 2008
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	
Acindar PyMES	6.160	8.012	7.559	8.105	7.758	6.462	9.651	8.614	9.786	7.770	7.879	9.243	96.99
AFFIDAVIT SGR	822	698	553	731	329	580	813	376	619	189	790	595	7.096
Afianzar SGR	15	15	72	100	15	265	408	303	537	733	195	371	3.029
Americana de Avaes SGR	655	205	583	680	37	495	628	-	-	42	-	-	3.325
Avaluar SGR	880	2.547	2.455	2.352	2.608	3.580	3.849	3.708	2.446	3.372	2.081	3.192	33.07
Aval Rural SGR	751	1.626	973	1.600	4.073	5.049	5.610	6.497	3.144	1.835	1.870	2.466	35.49
Campo Aval SGR	1.768	583	179	318	458	756	1.179	1.723	1.144	378	248	398	9.133
Confiables SGR	20	1.234	860	451	328	1.853	604	588	609	640	303	413	7.903
Don Mario SGR	516	255	-	829	232	865	312	1.953	1.743	649	1.704	3.476	12.53
Fidus SGR	836	866	1.472	943	965	903	2.045	2.497	1.794	797	996	992	15.10
Garantizar SGR	10.783	12.043	12.861	11.891	11.916	14.994	13.302	16.248	17.345	12.897	12.497	18.481	165.25
Garantía de Valores SGR	3.207	5.624	3.621	3.322	3.794	3.383	6.177	4.450	6.114	6.789	5.172	5.582	57.23
Intergarantías SGR	1.901	1.667	2.134	2.523	2.068	2.630	2.358	882	535	1.357	1.767	1.680	21.50
Los Grobo SGR	4.597	4.988	2.412	5.059	7.317	5.864	8.646	6.762	6.721	3.608	3.659	3.512	63.14
Macroaval SGR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Puente Hnos. SGR	5.153	3.685	6.317	2.355	5.486	4.354	6.398	4.783	4.853	9.406	3.057	6.743	62.59
Cardinal SGR	161	151	418	102	446	251	214	318	207	418	270	159	3.117
Sol Garantías SGR	1.294	372	194	128	416	559	1.273	238	751	197	-	-	5.421
TOTAL	39.519	44.572	42.661	41.489	48.245	52.845	63.465	59.939	58.349	51.077	42.490	57.302	601.96

Cifras en miles de pesos

Denominación	Año 2009												TOTAL 2009
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	
Antizar S.G.R.	18.603	26.006	12.285	17.855	17.279	20.870	25.564	28.795	29.609	27.836	28.879	37.889	291.470
dar Pymes S.G.R.	8.555	7.796	9.216	4.904	7.147	9.151	11.883	26.883	8.920	11.104	8.050	10.530	124.138
ntía de Valores SGR	9.860	6.944	5.972	4.944	4.211	5.590	5.618	5.280	11.530	7.161	8.285	8.651	84.046
Rural SGR	3.666	2.199	822	21	731	2.225	3.977	5.531	10.196	3.645	6.198	6.433	45.645
Mario SGR	3.560	4.134	5.742	4.885	1.290	8.691	7.227	3.495	5.860	1.514	2.824	4.096	53.319
Grobo SGR	8.840	5.211	4.363	2.634	3.443	5.871	5.167	4.903	3.112	4.863	3.424	3.400	55.228
uar SGR	2.391	2.172	2.065	2.283	2.228	5.397	4.637	3.421	4.682	3.648	6.380	2.992	42.295
nte Hnos. SGR	4.967	5.502	13.548	14.235	12.476	6.024	11.435	4.376	9.437	5.235	6.484	6.211	99.929
garantías SGR	1.638	1.485	1.730	904	1.318	1.157	1.270	837	843	1.442	1.117	1.353	15.096
s SGR	2.580	2.398	2.152	1.564	1.731	1.852	933	953	1.269	1.349	1.354	1.252	19.387
inal SGR	282	288	370	281	290	435	435	182	480	527	447	234	4.251
po Aval SGR.	288	130	786	904	1.870	1.071	278	1.221	0	1.428	1.658	1.535	11.168
avit SGR	575	100	485	265	615	619	1.325	579	764	526	754	235	6.842
y Aval SGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
iables SGR	418	341	548	287	338	432	63	530	193	120	420	276	3.965
izar SGR	381	300	474	463	432	300	379	313	656	550	14	365	4.626
GR	0	658	478	70	153	99	340	224	52	0	85	37	2.196
oaval SGR	0	0	0	775	0	300	0	187	218	0	50	284	1.814
inal SGR Y Fogaba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ulos SGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20	21	41
aval SGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.000	0	0	3.000
AL	66.604	65.663	61.037	57.273	55.554	70.083	80.530	87.710	87.818	73.947	76.444	85.794	868.457

Cifras en miles de pesos

Denominación	Año 2010					
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
dar PyMES	9.092	11.779	7.299	10.335	12.522	12.502
DAVIT SGR	270	242	264	389	287	555
izar SGR	167	426	648	987	600	739
ar SGR	3.130	2.596	5.261	3.993	4.344	4.170
Rural SGR	4.671	4.058	4.765	1.105	4.438	3.117
inal S.G.R y Fogaba	46	0	0	0	0	0
po Aval SGR	370	496	355	387	1.568	1.733
iables SGR	225	394	271	353	411	138
y Aval SGR	254	78	1.227	625	1.166	974
Mario SGR	4.697	2.930	2.280	2.560	4.915	6.322
s SGR	846	582	903	889	1.191	1.088
ntizar SGR	36.900	27.185	39.462	34.304	28.265	36.241
ntía de Valores SGR	5.629	10.245	7.064	6.836	6.417	7.403
garantías SGR	1.741	1.574	915	1.452	1.755	2.780
robo SGR	4.116	4.161	4.431	1.596	2.608	5.110
oaval SGR	50	0	229	43	0	83
nte Hnos. SGR	3.045	5.778	8.956	3.819	3.282	7.004
inal SGR	509	677	707	401	727	979
garantías SGR	70	144	0	0	24	0
ulos SGR	21	21	0	0	0	0
AL	75.848	73.366	85.036	70.074	74.518	90.939

Cifras en miles de pesos

## 5. Modelos de Encuesta utilizados

A continuación se exponen los modelos de encuesta y cuestionarios utilizados para el desarrollo de esta tesis doctoral.

### 1) Evaluación cualitativa Propyme – Programa de apoyo a pymes metalmecánicas

#### Encuesta a clientes/ Proveedores Pymes

**Nota: Marque con una x la respuesta correcta**

##### Calificaciones

NA: No aplica

NS: No satisfactorio

PS: poco Satisfactorio

S: Satisfactorio

MS: Muy satisfactorio

AS: Altamente satisfactorio

Nombre de la empresa

#### 1. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Comercial?

SI

 NO

#### 2. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Comercial?

Información/ Estudios de mercado

Contactos de empresas en el exterior

Contactos con empresas en el mercado interno

Invitación a Ferias, exposiciones y rondas de negocios

Otros (indicar)

#### 3. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Financiera?

SI

 NO

NO

#### 3.a. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Financiera?

- Contactos con entidades de crédito
- SGR para exportación y/o mercado local
- Programa apoyo a inversiones
- Otros (indicar)

**4. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Industrial?**

SI  NO

**4.a. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Industrial?**

- Asesoramiento en Organización Industrial
- Asesoramiento en Tecnología
- Asesoramiento en calidad
- Certificación ISO 9001, etc.
- Pasantías rentadas
- Logística
- Otros (indicar)

**5. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Institucional?**

SI  NO

**5.a. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Institucional?**

- Defensa de mercado interno
- Contacto de organismos de apoyo a Pymes:
- Secretaría de Industria
- Sepyme
- Fundación exportar
- UIA
- Adimra
- Otros
- Otros (indicar)

**6. Qué otras temáticas cree que debería abordar Propymes?**

## 2) Cuestionario de Financiación de pymes en la Argentina

### Encuesta para empresarios Pyme

- 1) ¿Cómo financió inicialmente a su empresa? ¿capital propio, de terceros? En caso de deuda con terceros ¿corto o largo plazo?
- 2) ¿realiza planificación financiera? ¿que horizonte de tiempo para proyectar utiliza?
- 3) ¿ha intentado alguna vez financiarse a través del mercado de capitales?
- 4) ¿ha utilizado alguna vez programas públicos de asistencia financiera?
- 5) ¿conoce el esquema de SGR? ¿ha participado como socio participe en alguna SGR?
- 6) En caso afirmativo de la respuesta 5, ¿Cuál es su opinión respecto del esquema SGR? ¿Qué ventajas y beneficios le han reportado para su empresa?
- 7) ¿Cuál es su opinión de los bancos argentinos? Si puede, haga una diferencia entre bancos públicos, privados y cooperativos.
- 8) Si tiene que invertir en activos fijos, ¿lo hace con capital propio, préstamo financiero, financiación del proveedor? (otros especifique)
- 9) A la hora de tomar deuda ¿usted evalúa un nivel máximo de apalancamiento con capital de terceros? ¿evalúa las ventajas impositivas que genera la deuda financiera? ¿evalúa el riesgo que conlleva para su empresa un nivel demasiado elevado de deuda?
- 10) Si usted tuviera que armar una jerarquía de esquemas de financiación para sus activos de corto plazo, ¿cómo ordenaría las siguientes alternativas en caso que no sea suficiente con los fondos disponibles que tiene para el funcionamiento operativo de la firma?
  - solicito más crédito a los proveedores
  - reduzco el inventario
  - reduzco el nivel de cuentas a cobrar aplicando una política más restrictiva de créditos
  - deuda bancaria de corto plazo
  - deuda bancaria de largo plazo
  - realizo aportes de capital a través de préstamos temporarios de socios
  - reduzco gastos / sueldos / retiros de socios
  - programas públicos
- 11) Si usted tuviera que armar una jerarquía de esquemas de financiación para sus activos de largo plazo, ¿financia en primer lugar con los fondos propios de la firma aunque ello implique una reducción fuerte de su liquidez? En caso de respuesta negativa a la anterior o si no tuviera los fondos propios suficientes ¿cómo ordenaría las siguientes alternativas?
  - solicita financiación al proveedor de la máquina (en caso de incorporación de líneas productivas)
  - préstamo bancario de corto plazo
  - préstamo bancario de largo plazo
  - aportes de capital
  - programas públicos
  - esquema de SGR
  - mercado de capitales



Para las respuestas 9 y 10 agregue algún comentario sobre su experiencia en caso que haya intentado conseguir líneas de largo plazo y/o ha intentado acceder a programas públicos de financiamiento.

### 3) Encuesta a expertos en el mercado financiero

- 1) ¿Considera que los sistemas de garantías como las SGR ayudan a mejorar el acceso al crédito de las pymes?
- 2) ¿considera que ayudaría a crecer al sistema un adecuado sistema de reafianzamiento de las SGR? En caso afirmativo ¿considera que debiera ser público o privado?
- 3) ¿Qué opina de las normas BCRA para fortalecer el sistema financiero? ¿Cuál cree que es el impacto (a nivel de cantidad y precio (tasa) en las líneas de crédito para pymes? ¿Por qué Argentina tiene normas aun más exigentes que Basilea?
- 4) Considerando el problema de la evaluación de riesgo de las pymes ¿Cuál es su opinión respecto a organizar un esquema nacional de calificación para pymes?
- 5) ¿Cuál es a su criterio el mejor modelo disponible para evaluar el riesgo de una empresa? Puede mencionar tanto un esquema general de evaluación o algún programa o modelo específico que conozca
- 6) ¿Cuál de las teorías que evalúan la estructura de financiamiento de empresas considera que más se adapta al segmento de empresas pyme en La Argentina? ¿o considera que ninguno de ellos? (me refiero a las teorías generalmente estudiadas de MM, Trade Off y Pecking order)
- 7) ¿Por qué los bancos no ofrecen líneas de crédito a largo plazo?
- 8) ¿cree que pueden estandarizarse contratos para préstamos financieros?
- 9) ¿Cuáles considera que son las principales causas del fracaso de empresas que terminan en concurso y/o quiebra?
- 10) ¿Cuál considera que es el nivel de evasión fiscal promedio de empresas pymes (sacando de la evaluación a micropymes) en Argentina? ¿Cómo cree que esto afecta su acceso al crédito en el sistema financiero formal?
- 11) ¿Por qué es tan bajo el acceso de las pymes al mercado de capitales?
- 12) ¿usted cree que podemos aplicar modelos exitosos de apoyo a pymes como en EEUU, Japón, Europa o al menos casos como Brasil y Chile?
- 13) ¿Cuáles son las principales causas por las que las pymes se enfrentan al problema del racionamiento del crédito?
- 14) El sistema de información de las pymes ¿ayuda o perjudica su acceso al crédito?
- 15) ¿Cuáles serían sus sugerencias para mejorar el acceso de las pymes al crédito en general (es decir tanto en mercado financiero como mercado de capitales)?
- 16) ¿Cuáles son las diferencias básicas entre la banca pública, la banca cooperativa y los bancos privados en la Argentina?

## 6. Ingresos y ratios por servicios de Bancos en la Argentina

Se presentan dos tablas resumen de ratios e ingresos por servicios de dos grandes bancos privados de la Argentina, uno nacional y otro extranjero. La información se obtuvo a partir de entrevista personal con los respectivos gerentes de sucursal de los bancos, cuya razón social se omite por tratarse de información de acceso restringido.

### Ratios banco extranjero

Conceptos	2005	2006	2007	2008	2009	1° trimestre 2010
Eficiencia : Gastos / PBB	47%	37,0%	35,0%	41,0%	47%	57%
Comisiones / Gastos	102%	111,0%	119,0%	103,0%	86%	85%
PBB / Paquete (en \$)	40	51	59	66	68	75
PNB / Paquete (en \$)	43	53	57	63	58	63
Depositos / Paquete (en \$)	3.507	3.922	4115	3.336	2.610	3.318
Prestamos / Paquete (en \$)	641	840	884	1.071	1.126	1.273
Paquetes / Empleado	318	387	349	427	485	397

PBB, margen bruto

PNB, margen neto

### Ingreso por servicios banco nacional

CONCEPTOS	I T 2010		I T 2009	
TARJETAS	353,5	61,2%	269,6	61,5%
DEPOSITOS	75,3	13,0%	56,3	12,8%
VINCULADOS A CREDITOS	28,4	4,9%	25,2	5,7%
SEGUROS	31,4	5,4%	29,1	6,6%
COMERCIO EXTERIOR	14,4	2,5%	10,8	2,5%
COMISIONES FINANCIERAS	13,2	2,3%	11,7	2,7%
SUBTOTAL	516,2	89,4%	402,7	91,8%
OTROS	61,0	10,6%	36,0	8,2%
TOTAL INGRESOS	577,2	100,0%	438,7	100,0%
EGRESOS	147,0	25,5%	103,5	23,6%
TOTAL NETOS	430,2	74,5%	335,2	76,4%

Cifras en Millones de pesos

## 7. Modelo de scoring interno e informe de visita Bancos de Argentina

### Informe de visita

FECHA: ...../...../.....

EMPRESA: .....

SUCURSAL: .....

#### 1. INFORMACIÓN GENERAL:

##### 1.1. Actividad:

.....

##### 1.2. Contacto, Nombre y Apellido, cargo:

.....

1.3 Fecha: ...../...../.....

##### 1.4. Objeto de la visita:

.....

#### 2. SITUACIÓN DEL CLIENTE (A vincular / cliente actual: Nro. De cuenta, Antigüedad, servicios que tiene con el Banco)

.....

#### 3. INFORMACIÓN DE LA EMPRESA

3.1. **Origen, historia y contexto:** (Breve historia de la empresa, cambios societarios si los hubo, traspaso de paquete accionario, empresas controladas y/o controlantes, mercado en el que se mueve, visión de la empresa del mediano y largo plazo referida a su sector de actividad)

.....

3.2. **Accionistas / Management** (Incluir nombre, cargo, DNI, de todos los firmantes de la cuenta. En caso de ser clientes del Banco aclarar antigüedad y comportamiento) (aclarar actividad de los accionistas antes de dedicarse a la actividad actual) (porcentaje accionario)

.....

##### 3.3. Actividad

.....

3.4. **Composición de las ventas** (incluir principales clientes y condiciones de venta, plazo etc. Apertura en mercado interno y externo (expresado en porcentaje respecto de ventas con especificación de condiciones e instrumentos de pago (cheques, Cta. CTE, cartas de crédito, cobranza..etc.)

.....

3.5. **Estructura de ventas** (Comercializa en forma directa? Cuerpo de vendedores, en el exterior?) (Forma de distribución, vehículos propios o contratados)

.....

3.6. **Estructura de costos** (Principales proveedores, condiciones de compra, plazos, instrumento, locales o externos)

.....  
3.7. **Recursos productivos** (planta productiva, tipo de tecnología incorporada, ubicación estratégica, etc.)(Propia o Alquilada) (Cantidad de personal e ingresos promedio)

.....  
3.8. **Inserción en el mercado** (si existen mediciones mencionarlas, de lo contrario mencionar principales competidores, fortalezas y debilidades respecto de estos etc.)

.....  
3.9. **Capacidad instalada** (% de utilización de planta, respecto a su capacidad de Producción.)

.....  
**4. BANCOS CON QUE OPERA** (Detalle de bancos y discriminación de tipo de línea otorgada y utilizada a la fecha)

.....  
**5. INFORMACIÓN ECONOMICO FINANCIERA:**

5.1. **Evolución post balance**

5.1.1. **Ventas**

.....  
5.1.2. **Deudas**

.....  
5.1.3. **Información de interés**

.....  
**6. NEGOCIOS POTENCIALES**

6.1. **Crediticios** (descubierto, descuento de ch./cupones, Préstamos, Tarjeta Corp.)

.....  
6.2. **No crediticios** (PSI, PyC, etc.)

.....  
**7. RESPUESTAS PENDIENTES Y PASOS A SEGUIR**

.....  
**8. PROPUESTA CREDITICIA**

Descubierto: .....

Tarjeta Corporativa: .....

Préstamos: .....

Descuento de cheques: .....

Descuento de cupones: .....

**9. JUSTIFICACION** (Explicar la causa por la cual la empresa amerita la línea solicitada).

### Modelo de Scoring interno Banco de Argentina

VARIABLES CUANTITATIVAS		VARIABLES CUALITATIVAS	
Monto del pedido		Concentración Clientes	
Asistencia crediticia total		Concentración proveedores	
Asistencia crediticia ponderada total		Competencia externa	
Balance/ Manif. Bienes Depurados		Competencia interna	
Activo Corriente		Posicionamiento de sus productos	
Activo No Corriente		Capacidad de dirección	
Activo Total		Antigüedad en el ramo	
Pasivo Corriente		Sector de actividad	
Pasivo No Corriente		Evolución Post Cierre	
Pasivo Total		Veraz/ Nosis Titular/es	
Patrimonio Neto		Referencias comerciales	
Deuda Bancaria Corriente		Comportamiento previsional Pago de operaciones Directas u otras menos ACC	
Deuda Bancaria No Corriente		Factor de Reciprocidad	
Ventas Ejercicio Meses Promedio		Uso Cuenta Corriente	
Ultimo Resultado Final		Adhesión Institucional	
Inmuebles sociales Valor Cantidad Garantías Valor Garantías reales/ personales		Concepto Empresa	
<b>Información Post Balance/ Manif. Bienes</b>		Concepto Titulares	
Ventas Promedio		Veraz/ Nosis Fiador/es	
Evolución Deuda Bancaria Deudas acordes a desarrollo comercial/ inversiones- autoliquidable			
Deuda Bancaria Corriente			
Prestamos inversión corto plazo			
Deuda Bancaria No Corriente		Rating generado por	
Prestamos inversión a largo plazo		Plazo Mora	

## 8. Eficacia de las garantías y de los procesos judiciales

Para este trabajo de investigación se analizaron los casos en cartera de un Estudio de Abogados que atiende a empresas de distintos rubros de la economía. Se tomaron casos enviados a Legales para su recupero tanto por vía judicial o extrajudicial de una empresa siderúrgica, una productora de pañales, una financiera, una exportadora de cereales y una fábrica de tejas.

Se analizo el resultado de la gestión del estudio y las distintas garantías que contaba para dicha gestión. Pasado un determinado lapso de tiempo (dos años y medio) sin grandes avances se considera deuda irrecuperable. De esta forma se puede visualizar el grado de correlación entre las garantías tomadas y el éxito en el recupero del crédito, considerando solo el número de casos independientemente del monto adeudado por cada deudor.

El resumen del trabajo se puede observar en la siguiente tabla que incluye 140 deudores enviados a gestión legal, con 42 casos de recupero y 98 irrecuperables:

Documento o garantía respaldatoria	Subtotales	Recuperables	Irrecuperables
Facturas	66	14 21,21%	52 78,79%
Cheques	21	8 38,10%	13 61,90%
Documento Directo	24	4 16,67%	20 83,33%
Pagare avalado	18	11 61,11%	7 38,89%
Fianza	5	2 40,00%	3 60,00%
Hipoteca	3	3 100,00%	0 0,00%
Prenda flotante	3	0 0,00%	3 100,00%
Otros	0	0 0,00%	0 0,00%
	140	42 30,00%	98 70,00%

## 9. Pruebas Estadísticas

Hipótesis 1: las empresas más pequeñas tienen mayor % de capital propio

### VARIABLE PATRIMONIO NETO/ACTIVO

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,608391562	0,449835608
Varianza	0,038626928	0,041760728
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	314	
Estadístico t	7,450103791	
P(T<=t) una cola	4,5502E-13	
Valor crítico de t (una cola)	1,649720831	
P(T<=t) dos colas	9,10041E-13	
Valor crítico de t (dos colas)	1,967547632	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,608391562	0,546377637
Varianza	0,038626928	0,025912877
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	188	
Estadístico t	2,837367569	
P(T<=t) una cola	0,00252397	
Valor crítico de t (una cola)	1,652999113	
P(T<=t) dos colas	0,005047939	
Valor crítico de t (dos colas)	1,972662649	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,449835608	0,546377637
Varianza	0,041760728	0,025912877
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	212	
Estadístico t	-4,016058051	
P(T<=t) una cola	4,10731E-05	
Valor crítico de t (una cola)	1,652072921	
P(T<=t) dos colas	8,21462E-05	
Valor crítico de t (dos colas)	1,971216964	

Hipótesis 2: las empresas más pequeñas, tienen mayor proporción NOF/ventas

VARIABLE NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS/VENTAS

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,276004097	0,258618789
Varianza	0,026720873	0,02557067
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	327	
Estadístico t	1,018523171	
P(T<=t) una cola	0,15459118	
Valor crítico de t (una cola)	1,649526782	
P(T<=t) dos colas	0,30918236	
Valor crítico de t (dos colas)	1,967245038	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,276004097	0,322621689
Varianza	0,026720873	0,044902833
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	



Grados de libertad	127
Estadístico t	-1,836792143
P(T<=t) una cola	0,034289352
Valor crítico de t (una cola)	1,656940344
P(T<=t) dos colas	0,068578705
Valor crítico de t (dos colas)	1,978819508

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,258618789	0,322621689
Varianza	0,02557067	0,044902833
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	141	
Estadístico t	-2,433960702	
P(T<=t) una cola	0,008092697	
Valor crítico de t (una cola)	1,655732288	
P(T<=t) dos colas	0,016185393	
Valor crítico de t (dos colas)	1,976931458	

Hipotesis 3: Las empresas más pequeñas presentan un mayor valor en la relación FM/NOF.

VARIABLE FONDO DE MANIOBRA/NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,895691676	0,283739244
Varianza	0,602440017	7,511098914
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	167	
Estadístico t	2,670951224	
P(T<=t) una cola	0,004155976	
Valor crítico de t (una cola)	1,654029129	

P(T<=t) dos colas	0,008311953
Valor crítico de t (dos colas)	1,974270919

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,895691676	0,765166883
Varianza	0,602440017	0,150437841
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	286	
Estadístico t	1,945717415	
P(T<=t) una cola	0,026334085	
Valor crítico de t (una cola)	1,650198896	
P(T<=t) dos colas	0,05266817	
Valor crítico de t (dos colas)	1,968293193	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,283739244	0,765166883
Varianza	7,511098914	0,150437841
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	160	
Estadístico t	-2,121595562	
P(T<=t) una cola	0,017705996	
Valor crítico de t (una cola)	1,654432902	
P(T<=t) dos colas	0,035411992	
Valor crítico de t (dos colas)	1,974901524	

Hipótesis 4: el porcentaje de deuda bancaria / activos totales es menor en las empresas más pequeñas.

VARIABLE DEUDA BANCARIA TOTAL / ACTIVO TOTAL

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,053585889	0,130195784
Varianza	0,006323215	0,016579002
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	228	
Estadístico t	-6,505744174	
P(T<=t) una cola	2,42142E-10	
Valor crítico de t (una cola)	1,651564229	
P(T<=t) dos colas	4,84284E-10	
Valor crítico de t (dos colas)	1,970423143	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,053585889	0,079392428
Varianza	0,006323215	0,007773128
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	142	
Estadístico t	-2,363117935	
P(T<=t) una cola	0,009738755	
Valor crítico de t (una cola)	1,655655173	
P(T<=t) dos colas	0,01947751	
Valor crítico de t (dos colas)	1,976810963	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,079392428	0,079392428
Varianza	0,007773128	0,007773128
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	227	
Estadístico t	3,590724908	
P(T<=t) una cola	0,000202067	
Valor crítico de t (una cola)	1,651593912	

P(T<=t) dos colas	0,000404135
Valor crítico de t (dos colas)	1,970469461

Hipótesis 5: el porcentaje de pasivo no corriente sobre pasivo total es menor en las empresas más pequeñas.

VARIABLE PASIVO NO CORRIENTE/PASIVO TOTAL

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,139207412	0,161471929
Varianza	0,030280762	0,027142476
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	334	
Estadístico t	-1,248493249	
P(T<=t) una cola	0,106362451	
Valor crítico de t (una cola)	1,649428568	
P(T<=t) dos colas	0,212724902	
Valor crítico de t (dos colas)	1,967091894	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,139207412	0,154893568
Varianza	0,030280762	0,037779455
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	141	
Estadístico t	-0,652704149	
P(T<=t) una cola	0,257504895	
Valor crítico de t (una cola)	1,655732288	
P(T<=t) dos colas	0,51500979	
Valor crítico de t (dos colas)	1,976931458	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,161471929	0,154893568
Varianza	0,027142476	0,037779455
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	154	
Estadístico t	0,264396509	
P(T<=t) una cola	0,395913957	
Valor crítico de t (una cola)	1,654808386	
P(T<=t) dos colas	0,791827915	
Valor crítico de t (dos colas)	1,975488024	

# ANEXOS

## 1. Requisitos formales, modelos de contrato y formularios Garantizar SGR

Texto enviado por Garantizar a sus potenciales socios partícipes a los efectos de ingresar al sistema de SGR.

### GARANTIZAR S.G.R.

*Es un tipo de sociedad cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las Pymes a través del otorgamiento de Garantías para cumplimiento de sus obligaciones.*

*Ofrece certificados de garantía a sus Socios Partícipes (Pymes) para mejorar sus condiciones de acceso al crédito. También brinda asesoramiento técnico económico y financiero.*

### Condiciones para ser Socios Partícipes

*\* Ser pequeña y mediana empresa según la Disposición 147/2006 de la Sub Secretaría de la Pequeña y Mediana empresa y Desarrollo Regional.*

*\* Suscribir acciones de la S.G.R. según producto o servicio*

*\* Dedicarse a actividades comerciales, industriales, agropecuarias o de servicio no financieros en el ámbito de la Rep. Argentina*

### Suscripción de Acciones para Socios Partícipes (en función del monto del certificado de garantía solicitado)

El socio pyme deberá abonar en concepto de gastos el 0,4 % del Certificado de garantías, este monto incluye también el monto de acciones y se abona únicamente en el primer aval otorgado.

El socio pyme en el momento de ingresar el legajo deberá adelantar \$1200 en concepto de análisis de legajo. Luego de ser aprobado estos \$1200 se deducirán de los gastos que corresponde abonar<sup>1</sup>.

Sociedades constituidas regularmente (S.A., S.R.L., Etc.)

<sup>1</sup> El monto actual es de \$ 2 mil y según se observa en el cuerpo principal de la tesis doctoral se modificó este año el tope de facturación para que una empresa sea considerada pyme.

- Solicitud de Garantía completa y firmada en todas sus hojas por el titular de la empresa.



SOLICITUD DE  
CONTRATO DE GARA



INFO. GENERAL  
PARA SOLICITAR UN



SOLICITUD DE  
ADMISIÓN.doc

- Copia con firma certificada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de los últimos 3 balances cerrados por periodos de 12 meses. El último balance en original con el certificado del Consejo Profesional, y los anteriores deben estar certificados pero se aceptan en fotocopias.
- Detalle de Ventas y Deudas Bancarias. (abrir archivos) (todos los archivos deben estar fechados y firmados)



DETALLE DE VENTAS  
Y COMPRAS.doc



DETALLE DE DEUDA  
BANCARIA.doc

- Copia Autenticada de Estatuto o Contrato Social
- Copia autenticada de Acta de Asamblea con designación de autoridades (última) y donde se apruebe la distribución de utilidades del último ejercicio.
- Copia autenticada de Acta de Directorio con distribución de cargos (última).
- Copia autenticada del acta que fija domicilio social o lo modifica
- I.V.A. y SUSS fotocopia de las DDJJ y de los comprobantes de pago de los últimos 6 meses.
- DD.JJ. de Ganancias (último año para sociedades)
- Manifestación de Bienes de los Socios, firmadas por el titular y por Contador Público Nacional, la firma del Contador debe estar legalizada por Consejo salvo que se trate del mismo contador que certificó el balance. (abrir archivo)



MANIFESTACIÓN DE  
BIENES.doc

- Memoria del destino de los fondos a obtener con la garantía, acompañada con una nota (Reseña) sobre la actividad de la empresa.



BREVE RESEÑA  
FRB008.doc

- Detalle de las contra garantías a ofrecer con su valor estimado.
  - En el caso de **hipoteca** adjuntar copia del título de propiedad
  - En el caso de tratarse de **Bienes a adquirir** adjuntar copia de Factura Pro forma.

En todos los casos el socio deberá contratar seguro de los bienes que se graven, con endoso a favor de Garantizar.

- Instructivo para contratación de seguros firmado (para el inmueble a ofrecer en contragarantía) – adjunto Anexos Sg A y Sg B



ANEXO Sg A.doc



ANEXO Sg B.doc

- Cheque por \$ 1200 a nombre de Garantizar SGR, por estudio de legajo (se tomará como pago a cuenta de las acciones a suscribir de la SGR)
- Formulario Anexo I de la SSEPYME, completo, firmado y con firma certificada por Escribano (abrir archivo)



Anexo I.doc



Anexo III.doc



Anexo IV.doc

- Flujo de Fondos del proyecto de inversión con el mismo plazo del préstamos solicitado (primer año mensualizado, y los restantes en montos anuales) Es importante destacar que las premisas de armado son esenciales para que el evaluador pueda entender el negocio, para esto se debe aclarar el porqué de todas las variaciones de los números históricos de la empresa (abrir archivos)



Premisas para  
elaboración de flujo d



CASH FLOW 06  
MATRIZ.xls



Enviar de corresponder todo lo referente a la política aplicada de medio ambiente (informe de tratamiento de efluentes, certificado de aptitud ambiental)

En el caso que la empresa esté en un plan de pagos de un concurso preventivo, se le solicita adjuntar la siguiente información:

- Acuerdo concursal.
- Homologación del concurso.
- Acreditación de pagos.
- Informe del síndico concursal del estado de evolución del concurso.

Nota: todos los formularios a presentar se pueden bajar de [www.garantizar.com.ar](http://www.garantizar.com.ar)

### **Contrato de Garantía Recíproca entre Garantizar SGR empresa siderúrgica julio 2008**

Entre GARANTIZAR SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA, con domicilio en Sarmiento 663, 6to. Piso, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, representada en este acto por los señores....., en su carácter de apoderados, en adelante GARANTIZAR, por una parte, y por la otra....., con domicilio en.....la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, representada en este acto por ....., en su carácter de socios gerentes, en adelante el SOCIO PARTICIPE, se conviene la celebración de un contrato de garantía recíproca, conforme a lo previsto en los arts. 68 y 69 de la Ley 24.467 T.O., y sujeto a lo que se dispone a continuación:

PRIMERO: GARANTIZAR afianzará al SOCIO PARTICIPE el pago de un préstamo que le otorgará la CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES y el pagaré que instrumentará ese préstamo, en un todo de acuerdo a lo dispuesto en los términos y condiciones del contrato de préstamo mencionado, por la suma de \$ 900.000,00 (Pesos Novecientos Mil con 00/100) con más los intereses y accesorios hasta el momento de su cancelación total. La garantía a otorgar lo será hasta el día de pago del préstamo otorgado al SOCIO PARTÍCIPE. La garantía a otorgar será de carácter solidario, con renuncia a los beneficios de excusión y de división, y se instrumenta en el marco del Contrato de Préstamo señalado.

SEGUNDO: Sin perjuicio de los supuestos de resolución previstos el artículo OCTAVO del presente contrato, éste mantendrá su vigencia hasta que el SOCIO PARTÍCIPE haya dado total cumplimiento a las obligaciones asumidas por el Préstamo que recibiere, así como las contraídas en el presente con GARANTIZAR.

TERCERO: Forman parte del presente contrato las contragarantías constituidas con ajuste a lo resuelto por el Consejo de Administración, conforme con lo previsto en los artículos 71 de la Ley 24.467 T.O. y 27 del Estatuto Social.

CUARTO: El SOCIO PARTICIPE se compromete a no dar a las sumas obtenidas, otro destino que el denunciado en la solicitud de garantía, reservándose GARANTIZAR el derecho de verificar el fiel cumplimiento de las condiciones bajo las cuales se lleva a cabo el proceso de producción de bienes y/o

servicios, así como el debido uso de las sumas obtenidas. Asimismo el SOCIO PARTÍCIPE señala que se encuentran dadas todas las condiciones normales necesarias bajo las cuales suele desarrollar su actividad, y que no se encuentra afectado a la fecha por circunstancias extraordinarias que afecten su normal capacidad de producción.

QUINTO: Cualquier impuesto, tasa o contribución, presente o futuro, que corresponda tributar por el presente, será totalmente a cargo del SOCIO PARTICIPE, cualquiera fuera su situación frente a los mencionados tributos, así como de todos los gastos y honorarios que se originen en estudio de títulos, actuaciones notariales y registrales, tasaciones, y/o cualquier otro en el que deba incurrirse como consecuencia del otorgamiento, mantenimiento y ejecución de las garantías.

SEXTO: Para acceder al otorgamiento de la garantía el SOCIO PARTICIPE deberá:

a) Encontrarse al día en el cumplimiento de todas sus obligaciones previsionales y fiscales, obligándose a presentar los respectivos comprobantes de pago tan pronto como GARANTIZAR se lo requiera.

b) Contratar los seguros requeridos por GARANTIZAR para cubrir los riesgos que pudieren afectar a los bienes objeto de las contragarantías otorgadas, en compañías de primer nivel y por intermedio del productor de seguros designado por GARANTIZAR. Asimismo, se compromete a abonar en tiempo y forma las primas de los seguros contratados, a fin de evitar la caducidad de las pólizas correspondientes. En caso de mora en el pago de las primas, GARANTIZAR podrá abonarlas y requerir al SOCIO PARTÍCIPE el reintegro de las sumas pagadas, estableciendo de común acuerdo la vía ejecutiva para el reclamo judicial, siendo suficiente para integrar el título la presentación del presente contrato y los recibos de pago emitidos por la compañía acreedora o por el productor de seguros designado a tal fin.

c) Proporcionar información contable y financiera con carácter de Declaración Jurada.

Para el caso en que no resultare cierto lo declarado por el SOCIO PARTICIPE en el presente apartado, el SOCIO PARTICIPE se obliga a abonar las obligaciones afianzadas dentro del plazo de 24 horas de recibida la notificación de GARANTIZAR, bajo apercibimiento de darse por decaídos los plazos previstos en el presente contrato y ejecutar los pagarés y las contragarantías convenidas.

SÉPTIMO: Durante toda la vigencia del presente contrato, el SOCIO PARTICIPE deberá dar estricto cumplimiento a las siguientes obligaciones:

a) Sin perjuicio de la información que, respecto de las particularidades del préstamo, deberá suministrar a la CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES otorgante del mismo, comunicar la fecha de su liquidación y de cada uno de los vencimientos y la de sus respectivos cumplimientos, así como de la existencia de eventuales esperas acordadas por el acreedor;

b) Remitir copia autenticada de las pólizas de seguro que cubran los bienes integrantes de su patrimonio;

c) Aportar anualmente los balances del ejercicio y el estado de resultados.

OCTAVO: GARANTIZAR, durante la vigencia del presente contrato, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial previa, podrá declarar resuelto el contrato por culpa exclusiva del SOCIO PARTICIPE, en su caso, así como ejecutar las contragarantías, si el SOCIO PARTICIPE incurriera en alguno de los siguientes supuestos:

a) Por falta de pago de los intereses, comisiones o por incumplimiento de las obligaciones contraídas en el presente contrato de garantía.

b) Por incumplimiento de la obligación de pedir autorización previa y por escrito a GARANTIZAR para:

1) Enajenar o aportar a cualquier otra sociedad, parcial o totalmente, su activo o su fondo de comercio.

2) Efectuar cualquier tipo de transacción que involucre una disminución importante de su patrimonio;

3) Garantizar el pago de deudas a terceros y o de terceros;

4) Contraer préstamos a mediano o largo plazo;

5) Hipotecar o preñar los bienes de la empresa, o sus fiadores sus bienes;

6) Cualquier otra operación que importe una modificación sustancial en el ramo de su actividad, o cesar en ésta;

c) Por incumplimiento de la obligación de notificar a GARANTIZAR el estado de cesación de pagos, el concurso de acreedores o el pedido de declaración de quiebra o la existencia de embargos o cualquier otra forma de inhibición de sus propiedades.

d) Si se ausentara del país y no dejara bienes libres de todo gravamen y suficientes para cancelar todas sus obligaciones,

e) Si incumpliera sus obligaciones societarias respecto de GARANTIZAR S.G.R.

f) Si fuera persona de existencia ideal y no diera cumplimiento a las obligaciones legales para su funcionamiento regular.

g) Si incurriera en falta de pago de cualquier impuesto, tasa o contribución, presente o futuro, así como de todos los gastos y honorarios que se originen en estudio de títulos, actuaciones notariales y registrales, tasaciones, y/o cualquier otro en el que deba incurrirse como consecuencia del otorgamiento, mantenimiento y ejecución de las garantías, tal y como fuere estipulado en apartado QUINTO del presente contrato.

h) Si desviare la venta de productos a otra operación comercial no declarada y diferente al destino establecido para la presente operación. En tal supuesto GARANTIZAR quedará autorizada a interpretar que el SOCIO PARTICIPE, sus representantes, socios y apoderados podrían haber incurrido en una conducta antijurídica lesiva y constitutiva de un ilícito de naturaleza penal, e impulsar las denuncias y/o querrelas criminales que pudieren corresponder.

**NOVENO:** El SOCIO PARTICIPE queda obligado a abonar una comisión por garantía del 2,00 % (dos con 00/100 por ciento) anual, pagadero por año adelantado. Esta comisión se devengará hasta que el SOCIO PARTICIPE haya dado total cumplimiento a las obligaciones avaladas, o bien haya cancelado las sumas que GARANTIZAR hubiese abonado a CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES, y el resto de las obligaciones contraídas con GARANTIZAR en virtud del presente.

**DÉCIMO:** GARANTIZAR está autorizada a entregar las cantidades que les sean requeridas por CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES, hasta el importe total de las mismas y al primer requerimiento de ésta, sin necesidad de la previa conformidad del SOCIO PARTICIPE y por lo tanto, sin que GARANTIZAR tenga que analizar la procedencia o la improcedencia de la petición de reintegro. GARANTIZAR queda asimismo exenta de la obligación de recurrir contra las resoluciones que adopte CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES y que tengan origen en la garantía prestada.

**DÉCIMOPRIMERO:** En caso de producirse atraso en los pagos que deba efectuar el SOCIO PARTICIPE a GARANTIZAR como consecuencia del presente contrato de garantía recíproca, deberá abonar sobre las sumas adeudadas, además del interés compensatorio equivalente al de la tasa pactada para en los documentos de deuda, un interés punitivo anual del 50% de la misma.

**DÉCIMOSEGUNDO:** Las contragarantías a otorgar por el SOCIO PARTICIPE facultan a GARANTIZAR a reclamarle el monto total de cada contragarantía, a trabar todo tipo de medidas cautelares y promover

ejecuciones contra sus bienes para hacer efectivos los importes reclamados, considerándose de plazo vencido las obligaciones de reintegro, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial, cuando el SOCIO PARTICIPE hubiere incurrido en cualquiera de los incumplimientos contractuales previstos en las cláusulas precedentes.

A estos efectos, se pacta en forma expresa lo siguiente:

a) Que GARANTIZAR podrá reclamar por vía ejecutiva al SOCIO PARTICIPE las cantidades que deban pagar al acreedor CORPORACION INTERAMERICANA DE INVERSIONES, así como los saldos de los documentos de deuda que se adeuden aún antes de haber pagado a CORPORACION INTERAMERICANA DE INVERSIONES, aunque no hubiera vencido el plazo totalmente, a cuyo efecto utilizará el presente contrato y/o el pagaré y/o garantías solidarias y/o hipotecas y/o prendas con registro y/o cualquier otro tipo de garantías que se hubieran constituido en cumplimiento de la contragarantía requerida.

b) Que GARANTIZAR, ante la falta de pago del SOCIO PARTICIPE, deberá hacer efectiva la garantía ofrecida a CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES, mediante el pago de las sumas afianzadas, subrogándose en los derechos de CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE INVERSIONES.

GARANTIZAR tendrá derecho a perseguir el cobro de lo adeudado contra el SOCIO PARTICIPE, en la forma prevista precedentemente.

c) Que todos los gastos, costos, costas y honorarios que pudieran producirse como consecuencia del ejercicio de las acciones derivadas del presente contrato, incluidos la tasa judicial, los honorarios del abogado y del procurador, y de peritos en su caso, serán por cuenta del SOCIO PARTICIPE.

DÉCIMOTERCERO: Las partes constituyen domicilio, a todos los efectos legales, en los mencionados en el encabezamiento del presente y se someten a la jurisdicción de los tribunales ordinarios de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con renuncia a todo otro fuero o jurisdicción.

De conformidad, las Partes firman 2 (dos) ejemplares de un mismo tenor y a un solo efecto, en la Ciudad de Buenos Aires, a los 22 días del mes de mayo de 2008.

## **2. SGR de cadena de valor – sectorial (Aval Rural<sup>2</sup> SGR)**

“Al 31 de Marzo de 2010 el capital social de Aval Rural<sup>3</sup> estaba representado en un 50% por un socio protector, Nidera S.A. y el otro 50% por 624 socios partícipes. Estos últimos socios pertenecen en su totalidad al sector agropecuario y son clientes de Nidera (distribuidores, productores, acopiadores, agronomías y contratistas) y/o clientes de éstos. Una de las ventajas más importantes con que cuenta Aval Rural es el profundo conocimiento que tiene de sus socios partícipes, que en su mayoría operan con Nidera desde hace varios años (algunos más de 30 años), con un excelente historial y trayectoria dentro de la empresa. La distribución geográfica de los actuales socios partícipes es la siguiente: 30% provincia de Buenos Aires, 28% Córdoba, 13% Santa Fe, 11% Capital Federal, 5% Entre Ríos, 4% La Pampa, 3% Salta, 6% otras provincias”. “Uno de los principales objetivos de Aval Rural es apoyar y fortalecer la red pyme de clientes y proveedores de Nidera, facilitándoles el acceso al crédito, no

---

<sup>2</sup> Aval Rural junto a Garantizar, Garval y Agroaval son las que tienen más fideicomisos desarrollados

<sup>3</sup> Fuente: [www.avalrural.com.ar](http://www.avalrural.com.ar)

solamente para la compra de insumos agrícolas (capital de trabajo), sino también para la adquisición de maquinaria (tractores, cosechadoras, sembradoras, pulverizadoras), construcciones y/o ampliaciones de plantas (de acopio, de procesamiento de semillas), mejora de logística y compra de campos, entre otros”.

Esta SGR, especializada en productos del campo desarrolla principalmente fideicomisos financieros, y los bienes fideicomitidos son las letras de Cambio emitidas en dólares por los Fiduciantes a su orden y aceptadas y avaladas por Aval Rural, y los créditos que tendrán las pymes seleccionadas en el fideicomiso. La monetización se produce en el mercado de capitales a través de la colocación de VRD (valores representativos de deuda) en general hasta un año de plazo y con tasas de interés en torno al 6-7% anual en dólares. Esta Estructura financiera y legal que permite a los productores agropecuarios financiar un porcentaje importante de sus costos de siembra cancelando con cereal al término de la cosecha. El destino de los fondos es el financiamiento de insumos, arrendamientos y laboreos de entre el 35-50% de la producción final estimada (dependiendo del cereal). Del total de los fondos, al menos el 70% deberá ser destinado a la compra de insumos en Nidera. El 30% restante será recibido por el productor como dinero en efectivo para otros gastos de siembra.

Los pasos para acceder al aval:

- Junto al asesor comercial, la pyme define su necesidad de financiamiento y el tipo de garantía apropiada,
- De acuerdo a sus características y a la operación elegida, la pyme presenta la documentación pertinente para: a. solicitar su incorporación como socio partícipe, b. solicitar la obtención de una calificación crediticia,
- Aval Rural SGR acepta a la pyme como socio partícipe y le otorga una calificación crediticia. Simultáneamente se solicitan las contragarantías apropiadas que respalden el certificado de garantía,
- Junto con el socio partícipe, se analizan las mejores opciones de financiamiento dentro de la cartera de productos y líneas de crédito que posee Aval Rural SGR,
- La pyme presenta las contragarantías solicitadas,
- Se emite el certificado de garantía en las condiciones pactadas y se presenta ante el monetizador elegido (entidad bancaria o mercado de capitales) para el desembolso del crédito.

### **3. Trabajo de Campo Caso Real año 2009-2010 - Acceso a líneas de crédito de largo plazo a través de aval SGR**

Se realizó un trabajo de campo particular con el objeto de analizar el comportamiento de distintas variables del proceso de calificación crediticia, obtención del aval de SGR y monetización final del préstamo a través de un banco.

La empresa seleccionada es una pyme con indicadores económico-financieros por encima de la media, sin problemas de calificación en bancos. Se trata de una firma que por primera vez solicita un préstamo financiero ya que siempre autofinanció sus inversiones y la rentabilidad del negocio sumado a la política de retención de utilidades le ha permitido crecer sin necesidad de recurrir al financiamiento financiero externo. La SGR seleccionada es Garantizar SGR.

En virtud de las características señaladas, y sabiendo de antemano que la calificación resultaría positiva, la investigación presentaba los siguientes vectores de interés:

- Documentación requerida para calificar en una SGR
- Esquema de calificación de riesgo de la empresa por parte de la SGR
- Disponibilidad de líneas bancarias y receptividad de los avales de la SGR
- Tiempos del proceso
- Grado de dificultad interna de la empresa para preparación de los legajos de crédito
- Líneas de crédito, disponibilidad de líneas de largo plazo, costo financiero total
- Costos adicionales de tramitación y formalización de las contragarantías

A continuación se exponen las distintas actas y acuerdos alcanzados durante el proceso y se finaliza el trabajo con un análisis particularizado de los criterios de desempeño de la SGR para este caso en particular.

#### **ACTA DE LA REUNION DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION N° .... - Fecha 06/10/2009**

“Con la asistencia de: A) Los miembros del consejo de administración; el presidente .....y el consejero titular.....y consejero suplente ....., en representación de los socios protectores; B) Los miembros de la comisión fiscalizadora: el Presidente ....., los síndicos titulares .....y C) Los miembros de la comisión de riesgo, .....en calidad de oyentes. Siendo las 16:00 horas y existiendo el quórum suficiente para sesionar válidamente, se da comienzo a la reunión, abordando el tratamiento del Punto 1 del orden del día: Aprobación del acta N° .... de fecha 29 de septiembre de 2009, la que se aprueba en forma unánime. A continuación pasa a tratarse el Punto 2 del Orden del día: Admisión de socios participes. Se da tratamiento a la admisión como socio partícipe de las siguientes empresas.”

Puesto a consideración de los presentes, se aprueba por unanimidad su incorporación como socios participes, pasando a revestir tal carácter a partir de integrar las acciones clase A que correspondan a la normativa vigente. Una vez integradas, se tomarán como aumento de capital social de clase A, que se aprueba de acuerdo a las disposiciones estatutarias y que será determinado de acuerdo al monto de las acciones integradas en cada caso.

A continuación pasa a tratarse el punto 3 del orden del día: solicitudes de garantía, modificaciones y prórrogas de acuerdos vigentes: se invita al gerente de riesgos, a efectos de informar sobre las solicitudes que la Comisión de Garantías eleva a consideración de los presentes. Analizadas y debatidas las mismas, se decide otorgar acuerdo de garantía a las siguientes empresas condicionando su instrumentación a que integren las acciones correspondientes, de acuerdo a lo expresado en el punto anterior del orden del día.

Nota: se incluyen en el orden del día a 18 empresas, entre las cuales se encuentra la empresa evaluada.

### **Acta Acuerdo con la empresa**

#### **ACTA ACUERDO ....- Empresa.....**

Carpeta N° ....

A) Monto: hasta \$1.000.000. Garantía financiera para adquisición bienes de capital

Plazo: hasta 60 meses, con 6 meses de gracia para pago de capital

B) Monto: hasta \$300.000- Aval para la negociación de CPD de terceros

Plazo: hasta 12 meses, máximo para negociación individual 180 días

C) Monto: hasta \$100.000- Aval para la negociación de CPD propios

Plazo: hasta 12 meses, máximo para negociación individual 180 días

Contragarantías: Para A, B y C Fianza solidaria de los socios Sres. ...., ..... y su conyuge .....; ..... y .....

Para A y C Hipoteca en primer grado en garantía de las obligaciones asumidas en virtud del presente acuerdo y futuros acuerdos de garantía recíproca, sobre inmueble ubicado en la calle ....., Partido de ....., Pcia. De Buenos Aires. Nomenclatura catastral: ..... Titular Empresa..... Tasación efectuada por..... el 29/09/2009, valor de tasación \$3.800.000.-

Nota: Los valores a negociar deberán estar dentro del límite discrecional del 10% asignado al Departamento de Operaciones Bursátiles, contra presentación de documentación que acredite la existencia de la vinculación comercial.

### **Carta Anexa enviada por Garantizar SGR a la empresa**

Dado que estamos en vías de firmar esta operación, pasamos a detallarles los gastos de GARANTIZAR:

1. Comisión: \$ 25 mil.- (Pesos veinticinco mil.-)
2. Gastos Administrativos: \$6.310.- (Pesos seis mil trescientos diez.-)

Favor de abonar los mismos con cheque propio a nombre de GARANTIZAR S.G.R. cruzado, con cláusula "no a la orden"

Solicitamos además que se acerquen con la cotización de seguros adjunta, completa y firmada.

### **Certificado de Garantía**

#### **CERTIFICADO DE GARANTÍA N°<sup>4</sup>**

En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, a los 8 días del mes de octubre de 2010, GARANTIZAR SGR, con domicilio en Sarmiento 663 6° piso de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, representada en este acto por los señores ..... y ....., en su carácter de apoderados, en cumplimiento de lo previsto en el contrato de garantía recíproca suscripto el 7 de octubre de 2010, con .....S.A se constituye en fiador solidario hasta la suma de 1.000.000\$.- (pesos un millón), del préstamo a otorgar al SOCIO PARTICIPE .....S.A por el Banco de La Nación Argentina, para ser utilizado para adquisición de bienes de capital, en los mismos términos, plazos y condiciones que lo previsto con este, conforme copia del acuerdo de crédito que obra en poder de

<sup>4</sup> Nro. de certificado de garantía próximo a 10000 (diez mil).

GARANTIZAR SGR. La presente garantía es con renuncia a los beneficios de excusión y de división. Las prórogas, renovaciones, modificaciones o novaciones que pudieran otorgarse con relación a las obligaciones contraídas como consecuencia del préstamo afianzado deberán cionarse con el consentimiento expreso de GARANTIZAR SGR. Consiguientemente GARANTIZAR SGR se obliga, ante el primer requerimiento de ese banco, a abonar cualquier suma adeudada por el socio partícipe garantizado, tanto en concepto de intereses compensatorios, como de amortización de capital. El capital del crédito garantizado por GARANTIZAR SGR lo será hasta por un monto igual al importe nominal consignado. El monto máximo fijado en el presente certificado de garantía determina la cuantía total del capital de la obligación asumida y deberá deducirse de ese monto los pagos efectuados por el socio partícipe deudor y/o por GARANTIZAR SGR en concepto de amortización de capital de la deuda garantizada. Queda entendido que la caducidad de los plazos otorgados en el préstamo garantizado no tendrá efectos respecto de GARANTIZAR SGR la que podrá cumplir con sus obligaciones de fiadora en las mismas condiciones del crédito original, subrogándose en los derechos del BANCO DE LA NACION ARGENTINA. Junto con dicho requerimiento, el BANCO DE LA NACION ARGENTINA deberá acreditar haber puesto en mora al deudor y haber realizado fehacientemente la intimación del pago correspondiente. Asimismo el BANCO DE LA NACION ARGENTINA se compromete a informar por escrito a GARANTIZAR SGR con una periodicidad mensual, los saldos de las operaciones del socio partícipe cliente afianzado, vigentes y garantizadas, así como todo otro evento que revelare demoras en el cumplimiento por parte del socio partícipe. Asimismo se compromete a intimar de pago al socio partícipe cliente dentro de los cinco (5) días hábiles de producido el vencimiento de la obligación, y a dar aviso de esta circunstancia por medio escrito a GARANTIZAR SGR dentro del mismo plazo, pudiendo extender el BANCO DE LA NACION ARGENTINA este plazo razonablemente cuando resultare necesario para la negociación comercial, siendo dicha extensión de plazo también aplicable al pago solicitado, que GARANTIZAR SGR se compromete a efectuar el pago solicitado dentro de los treinta (30) días corridos de su vencimiento, siempre que hubiere recibido la notificación prevista en el presente, y ello toda vez que se diere cumplimiento a las condiciones de vigencia y validez de la fianza en un todo de acuerdo a lo dispuesto en el presente certificado y en el convenio suscripto con el BANCO DE LA NACION ARGENTINA. El presente instrumento es intransferible, salvo que Garantizar lo autorice en forma expresa y será título ejecutivo por el monto y las condiciones arriba expresadas, conforme a lo previsto por el art. 70 de la ley 24.467 (ley 25.300)

## **CARTA de GARANTIZAR SGR AL BANCO NACIÓN**

SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 8 de Octubre de 2010-10-31

Señores  
BANCO DE LA NACION ARGENTINA  
Sucursal Plaza de Mayo  
Presente  
Ref: Certificado de Garantía N° ....

De nuestra consideración:

Adjuntamos a la presente el Certificado de Garantía arriba mencionado por la suma total de \$1.000.000 (PESOS UN MILLON) afianzando el préstamo a otorgar por vuestro banco a nuestro socio partícipe

.....  
Les solicitamos en nuestro carácter de fiadores, una vez desembolsado el préstamo afianzado nos informen los datos señalados a continuación vía mail a la dirección ..... con copia a ..... y ..... o vía fax al 4012-2802 a la atención de Gerencia de instrumentación.

Sucursal:  
Contacto:  
Telefono y dirección del mail del contacto:



Préstamo Nro:

Fecha de desembolso:

Importe de capital desembolsado:

Cantidad de cuotas de amortización:

Fecha primer vencimiento:

Fecha vencimiento final:

Período de gracia (de corresponder):

Tasa fija o variable:

Tasa nominal anual vencida (periodo inicial):

Sistema de cálculo (francés, alemán, etc.)

Les informamos que se ha decidido dejar sin efecto el cobro de nuestra comisión por parte de vuestro banco, por lo tanto les solicitamos se abstengan de efectuar el cobro de la misma durante toda la vigencia del préstamo, ya que será abonada directamente por el socio partícipe a esta SGR.

Asimismo, les comunicamos que esta SGR efectúa un seguimiento de las garantías otorgadas, requiriendo en forma mensual a los beneficiarios un informe de saldo de deuda que en su oportunidad les será remitido

Agradeciendo vuestra colaboración, los saludamos muy atentamente

GARANTIZAR SGR

### **Condiciones de la línea de crédito obtenida con el BNA**

Las condiciones de la línea son:

Monto del Crédito: \$1.000.000.- (Pesos Un Millón)

Plazo: Hasta 60 (sesenta) meses.

Régimen de Amortización: Se liquidará mediante sistema alemán. Amortizaciones mensuales.

Reglamentación crediticia: Regl. 400 - FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES DE ACTIVIDADES PRODUCTIVAS PARA LA MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Destino de los fondos: Adquisición de bienes de capital de origen extranjero.

Cronograma de Desembolsos: Se efectuará en un desembolso.

Interés: Tasa fija del 17% TNA, servicios pagaderos en forma mensual. Si la Titular cancela sus cuotas en término, y no tuviera otras deudas vencidas y exigibles con el Banco, tendrá una bonificación de un punto porcentual (1%) de la tasa de interés del período.

Período de Gracia: 6 (Seis) meses.

Garantía: Certificado de garantía expedido por GARANTIZAR S.G.R., por un monto total de \$ 1.000.000.- (Pesos Un Millón) equivalente al 100% de la asistencia propuesta. Dicho Certificado deberá reunir las condiciones detalladas en la Reglamentación Nro. 246 – Cap. II – Tipos de Garantía – Punto 7. Fianzas emitidas por Garantizar S.G.R

## **Gastos de formalización de contra Garantías**

### **Gastos de Hipoteca y certificaciones**

Concepto	Importe en \$
Certificados de registro	450
Certificados Administrativos	390
Sellos Matriz y testimonio	310
Inscripción	2000
Aporte	2800
Fichas	610
Legalización	120
Diligenciamiento	2960
Estudio de títulos	4610
Honorarios	10000
Certificaciones de firmas	1890
Personería Habilitante	390
Liberaciones	290
Baja Municipal	310
Tasa	3570
Total	30700

## **Análisis de los criterios para evaluar el desempeño de la SGR**

### **Relevancia**

Se cumple con el criterio de relevancia dado que el aval de Garantizar SGR permitió el acceso de la pyme en una línea a largo plazo a 5 años a tasa fija y en pesos a través del Banco de la Nación Argentina.

### **Adicionalidad**

La empresa evaluada estaba autoexcluida del mercado de crédito bancario, es decir por decisión propia siempre se autofinancio.

No se puede encontrar en este caso adicionalidad total ya que la empresa y/o sus socios cuentan con los colaterales necesarios y el nivel de endeudamiento es bajo y sin problemas de ser incrementado con los colaterales disponibles existentes.

Tampoco se puede verificar la adicionalidad en plazos porque de hecho la línea 400 del BNA existe con o sin aval de una SGR.

### **Eficacia**

No se cumple con el criterio de eficacia ya que no se produce una reducción del costo de fondeo. Con o sin aval de la SGR el costo de la línea de crédito es la misma. De hecho, al otorgar el aval de Garantizar SGR existe un sobrecosto que es la comisión de garantía que cobra la SGR, en este el 2,5% anual.

Por otro lado, al tratarse de una línea de crédito para importación de una línea productiva de origen extranjero se observa una sobretasa del 2% anual respecto a la

tasa para compra de productos de fabricación nacional, independientemente que el producto se fabrique o no en forma local. De hecho si el producto se fabrica localmente la línea 400 no estará disponible para la empresa que opte por importar un producto similar.

### **Apalancamiento**

Si bien en sistema de SGR en general avanza en un lento proceso de crecimiento del apalancamiento en la relación promedio de avales / fondo de riesgo, no se produce en este caso el efecto multiplicador de los colaterales de la pyme.

La exigencia de garantía hipotecaria fue con los mismos niveles de aforo que un banco, y además los socios y sus cónyuges tuvieron que firmar fianzas solidarias.

### **Eficiencia**

No se observa la presencia de una línea diferenciada disponible a partir de los avales de la SGR para el caso evaluado. Incluso en este caso donde el banco recibe una Garantía Preferida A, la línea mantiene las mismas características con o sin aval de SGR.

### **Accesibilidad**

Se cumple con el criterio de accesibilidad. Salvo en lo referente a la carga administrativa duplicada, se debe concluir que:

- Se obtuvo acceso a línea de largo plazo en pesos a tasa fija, algo que si se tramita directamente ante los bancos públicos es muy difícil de conseguir;
- La carga administrativa se reduce en cuanto al proceso de calificación en la SGR. Sin embargo hubo que replicar el legajo de crédito en el BNA e incluso agregar información adicional;
- El acceso a la SGR fue amplio y sin restricciones. Cabe aclarar sin embargo que se trata de una empresa de alta calificación crediticia.

### **Adaptabilidad**

No se verifico adaptabilidad ya que se califico para las líneas disponibles y no hubo posibilidad de adaptar una línea de crédito a la necesidad de la empresa. De hecho la empresa tuvo que primero pagar la maquina importada, y luego de dos semanas de terminar todo el proceso de formalización de la garantía recién se produce la monetización del crédito avalado por la SGR.

### **Enfoque sistémico**

En todo el proceso de interacción Empresa – SGR – Banco – Facilitadores Financieros se produjeron numerosos cortocircuitos y problemas de desinformación. De hecho la firma recién recibió las condiciones finales del préstamo del BNA luego de haber formalizado la contragarantía con la SGR.

### **Comentarios finales de la prueba de campo**

El tiempo desde la incorporación como socio participe (6-10-2009) y la monetización del préstamo avalado por Garantizar SGR (24-10-2010) ha superado los 12 meses. Sin embargo, previo a este ya extendido plazo, la firma había iniciado el contacto 7 meses antes, se había preparado la carpeta de crédito, había resultado aprobado el otorgamiento del aval por parte de la SGR.

Luego hubo que presentar una réplica de la carpeta presentada en la SGR, y más documentación aun, al banco. Se había seleccionado la línea de tasa fija más tasa variable del BICE<sup>5</sup>: tasa fija por el 70% del préstamo al 12% tasa fija en \$ y tasa badlar más 1,5% anual por el 30% restante.

No debe dejar de mencionarse las grandes dificultades y demoras internas que presento la pyme durante todo el proceso de preparación del legajo de crédito. En parte debido a la falta de coordinación adecuada de las tareas, y en parte debido a que la firma, al no tener una necesidad concreta del fondeo, tampoco mostro la diligencia debida para avanzar eficientemente con el proceso de calificación.

Finalmente una mención importante para el costo total de la operación para la pyme.

- Costo financiero puro: 17% TNA, lo cual puede reducirse a 16% TNA por buen cumplimiento. Como la empresa no tendrá problemas en pagar en término, consideramos la tasa más baja.
- Al momento de acreditar los fondos en la c/c del cliente de debito un 0,8% directo por sellado, lo cual distribuido en 5 periodos agrega un 0,16% al costo financiero total (cft) aunque pagado todo adelantado.
- Comisión por Garantía y Gastos administrativos SGR: la comisión por garantía es el 2,5% anual sobre saldos, los gastos administrativos son un costo directo fijo que representa un 0,6%, lo cual agrega un 0,12% al costo financiero total (cft) aunque pagado todo por adelantado.
- Gastos de Hipoteca y Certificaciones: Este cargo fijo representa aprox. un 3% de la financiación total recibida, y por lo tanto afecta el costo financiero total con una incidencia del 0,60% anual.
- Por lo expuesto, y en términos de Tasa de interés sobre saldos, el costo financiero total de la operación será aprox. del 19,20%. Y no se incluye el honorario del facilitador financiero ya que no existió para este caso. Habitualmente el honorario por éxito puede ir desde el 1 al 3% del monto de la operación por única vez.

El caso analizado con su costo financiero total, la exigencia de garantías a que fue sometida la empresa y los tiempos de proceso (en este aspecto responsabilidad compartida con la empresa), nos permite hacer una reflexión final: "en estas condiciones el sistema de SGR no sirve como herramienta para reducir el racionamiento de crédito de las pymes".

---

<sup>5</sup> Se presento la carpeta en el BICE, y en el banco estuvieron dos meses sin revisar la carpeta presentada. Luego de dos meses solicitaron documentación adicional mas actualización de la documentación entregada. En ese momento la firma resolvió suspender el proceso de otorgamiento de crédito a través de la SGR

#### 4. Estadística de operaciones SGR en la Argentina

Toda la información del presente punto del Anexo se obtuvo a través de la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía (CASFOG).

#### Volumen e indicadores generales del sistema de SGR años 2008-2009 y primer semestre 2010

SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTÍAS (Datos a junio de 2009)						
CANTIDAD DE SGR	SOCIOS PROTECTORES	SOCIOS PARTICIPES	FONDO DE RIESGO	AVALES OTORGADOS	MONTO TOTAL	RIESGO VIVO- SALDO DE AVALES VIGENTES
24	414	10.900	\$650,5 MM	123.842	\$6530,6 MM	\$1090 MM

SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTÍAS (Datos a junio de 2009)	
CANTIDAD DE SGR	24
SOCIOS PROTECTORES	414
SOCIOS PARTICIPES	10.900
FONDO DE RIESGO	\$650,5 MM
AVALES OTORGADOS	123.842
MONTO TOTAL	\$6530,6 MM
RIESGO VIVO- SALDO DE AVALES VIGENTES	\$1090 MM

	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Financiera	75	24	478	67	741	109	1.098	155	973	55	2.690	102	4.021	188
Comercial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21	12	316	30
Técnica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	7
Otras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	71	10	132	9
Total	75	24	478	67	741	109	1.098	155	973	55	2.782	124	4.476	233

	2005		2006		2007		2008		2009		1° trimestre 2010		Total	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Financiera	997	533	21.625	960	23.459	1.333	26.717	1.300	36.524	17.040	11.040	432	134.740	22.29
Comercial	486	52	599	86	746	70	1.393	99	1.224	42	355	25	5.140	417
Técnica	39	13	82	9	5	3	2	2	10	6	0	0	145	40
Otras	147	5	88	5	12	1	0	0	32	2	0	0	482	32
Total	10.669	603	22.394	1.061	24.222	1.408	28.112	1.401	37.790	1.790	11.395	457	145.205	7.48

Año/ Indicador	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Agropecuario	0	0	22	0,99	81	2	251	3	760	12	2.375	59	2.729	12
Comercio	73	24	307	50	363	67	369	55	64	12	104	18	420	34
Construcción	0	0	0	0	0	0	2	0,25	1	0,08	8	0,62	101	3
Industrial	0	0	94	11	241	32	349	48	76	17	124	32	717	39
Servicios	3	0,44	54	4	56	8	128	48	71	13	171	14	509	33
Total	76	24	478	66	741	109	1.098	155	973	55	2.782	124	4.476	233

Categoría/ Indicador	2005		2006		2007		2008		2009		2010		Total	
	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto	Cant	Monto
Propecuario	4.066	280	5.344	381	4.435	499	5.498	528	6.629	672	1.574	119	33.764	2.680
Comercio	2.752	129	5.764	251	6.764	367	8.906	408	13.182	456	3.998	123	43.066	1.995
Construcción	152	9	166	14	116	14	79	5	53	8	117	5	795	60
Industrial	2.522	99	7.247	222	9.411	319	10.918	302	14.167	421	4.195	138	50.061	1.682
Servicios	1.177	85	3.873	193	3.496	208	2.711	158	3.759	233	1.511	72	17.519	1.070
<b>Total</b>	<b>10.669</b>	<b>603</b>	<b>22.394</b>	<b>1.060</b>	<b>24.222</b>	<b>1.408</b>	<b>28.112</b>	<b>1.401</b>	<b>37.790</b>	<b>1.790</b>	<b>11.395</b>	<b>457</b>	<b>145.206</b>	<b>7.487</b>

Cifras en miles de \$

Año/ Indicador	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1° trimestre 2010
Sgr con autorización para funcionar	1	2	4	5	5	9	9	11	17	21	24	24	24	24	25
Fondo de riesgo integrado (*)	36	44	71	96	110	98	74	125	190	322	596	667	708	75	814
Fondo de riesgo disponible (*)	36	44	71	96	111	98	58	104	167	298	566	619	626	625	660
Fondo de riesgo contingente (*)	-	-	-	-	-	-	16	21	23	24	30	49	81	132	152
Monto de garantías afrontadas- caídas	-	-	-	-	-	-	16	10	2	15	15	70	98	33	14
Monto de garantías recuperadas	-	-	-	-	-	-	-	2	4	9	8	27	61	24	11
Cantidad de garantías otorgadas	0	0	75	478	741	1.098	973	2.782	4.476	10.669	22.394	24.222	28.112	9.425	11.395
Monto de garantías otorgadas	-	-	24	67	109	155	55	124	233	603	1061	1408	1401	447	457
Garantías vigentes	-	-	10	26	51	70	63	77	158	380	770	1130	1418	1391	1528

Promedio de los saldos diarios para el periodo de análisis. Saldos expresados en miles de pesos

Año/ Indicador	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1° trimestre 2010
Apalancamiento (9/2)*	0	0	14	27	45	71	85	61	83	118	129	169	200	184	188
Apalancamiento real (9/3)*	0	0	14	27	45	71	109	74	94	128	136	183	226	223	232
Disp./ FDR Integrado (3/2)*	100	100	100	100	100	100	78	83	88	93	95	93	89	83	81
Contingente/ FDR Integ. (4/2)	0	0	0	0	0	0	22	17	12	7	5	7	11	18	19

Valores en %

## Evolución por tipo de título o instrumento financiero

	VALORES DE CORTO PLAZO OBLIGACIONES NEGOCIABLES		FIDEICOMISOS FINANCIEROS		CHEQUES DE PAGO DIFERIDO		TOTALES POR MES
	EMISIONES	MONTO EN \$	EMISIONES	MONTO EN \$	EMISIONES	MONTO EN \$	
FEBRERO 09			4	50.782	2.183	64.465	115.247
MARZO 09					2.267	59.616	59.616
ABRIL 09			1	7.784	2.024	58.897	66.681
MAYO 09	1	6.685			2.021	55.533	62.218
JUNIO 09			1	3.898	2.830	71.879	75.778
JULIO 09					3.082	83.926	83.926
AGOSTO 09			3	46.962	2.358	89.511	136.474
SEPTIEMBRE 09	1	1.155	3	56.180	3.088	85.682	143.017
OCTUBRE 09			2	28.951	2.921	76.847	105.799
NOVIEMBRE 09			4	51.357	3.079	80.059	131.416
DICIEMBRE 09			3	55.244	3.082	87.923	143.168
ENERO 2010			3	22.272	2.912	77.901	100.174
FEBRERO 2010			1	6.695	2.532	73.950	80.646
TOTAL 2009 (*)	3	8.840	24	334.609	31.427	881.858	1.225.308
TOTAL 2010 (**)	0		1	6.695	2.532	73.950	80.646

(\*) ENERO A DICIEMBRE 2009 (\*\*) ENERO A FEBRERO 2010

Cifras en miles de pesos

## Niveles de actividad por SGR

Denominación	Año 2008												TOTAL	
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Acindar PyMES	6.160	8.012	7.559	8.105	7.758	6.462	9.651	8.614	9.786	7.770	7.879	9.243	2008	96.991
AFFIDAVIT SGR	822	698	553	731	329	580	813	376	619	189	790	595	7.096	7.096
Afianzar SGR	15	15	72	100	15	265	408	303	537	733	195	371	3.029	3.029
Americana de Avaes SGR	655	205	583	680	37	495	628	-	-	42	-	-	3.325	3.325
Avaluar SGR	880	2.547	2.455	2.352	2.608	3.580	3.849	3.708	2.446	3.372	2.081	3.192	33.071	33.071
Aval Rural SGR	751	1.626	973	1.600	4.073	5.049	5.610	6.497	3.144	1.835	1.870	2.466	35.491	35.491
Campo Aval SGR	1.768	583	179	318	458	756	1.179	1.723	1.144	378	248	398	9.133	9.133
Confiables SGR	20	1.234	860	451	328	1.853	604	588	609	640	303	413	7.903	7.903
Don Mario SGR	516	255	-	829	232	865	312	1.953	1.743	649	1.704	3.476	12.531	12.531
Fidus SGR	836	866	1.472	943	965	903	2.045	2.497	1.794	797	996	992	15.101	15.101
Garantizar SGR	10.783	12.043	12.861	11.891	11.916	14.994	13.302	16.248	17.345	12.897	12.497	18.481	165.251	165.251
Garantía de Valores SGR	3.207	5.624	3.621	3.322	3.794	3.383	6.177	4.450	6.114	6.789	5.172	5.582	57.231	57.231
Intergarantías SGR	1.901	1.667	2.134	2.523	2.068	2.630	2.358	882	535	1.357	1.767	1.680	21.501	21.501
Los Grobo SGR	4.597	4.988	2.412	5.059	7.317	5.864	8.646	6.762	6.721	3.608	3.659	3.512	63.141	63.141
Macroaval SGR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Puente Hnos. SGR	5.153	3.685	6.317	2.355	5.486	4.354	6.398	4.783	4.853	9.406	3.057	6.743	62.591	62.591
Cardinal SGR	161	151	418	102	446	251	214	318	207	418	270	159	3.117	3.117
Sol Garantías SGR	1.294	372	194	128	416	559	1.273	238	751	197	-	-	5.421	5.421
TOTAL	39.519	44.572	42.661	41.489	48.245	52.845	63.465	59.939	58.349	51.077	42.490	57.302	601.951	601.951

Cifras en miles de pesos

Denominación	Año 2009												TOTAL 2009
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	
antizar S.G.R.	18.603	26.006	12.285	17.855	17.279	20.870	25.564	28.795	29.609	27.836	28.879	37.889	291.470
dar Pymes S.G.R.	8.555	7.796	9.216	4.904	7.147	9.151	11.883	26.883	8.920	11.104	8.050	10.530	124.138
antía de Valores SGR	9.860	6.944	5.972	4.944	4.211	5.590	5.618	5.280	11.530	7.161	8.285	8.651	84.046
Rural SGR	3.666	2.199	822	21	731	2.225	3.977	5.531	10.196	3.645	6.198	6.433	45.645
Mario SGR	3.560	4.134	5.742	4.885	1.290	8.691	7.227	3.495	5.860	1.514	2.824	4.096	53.319
Grobo SGR	8.840	5.211	4.363	2.634	3.443	5.871	5.167	4.903	3.112	4.863	3.424	3.400	55.228
uar SGR	2.391	2.172	2.065	2.283	2.228	5.397	4.637	3.421	4.682	3.648	6.380	2.992	42.295
nte Hnos. SGR	4.967	5.502	13.548	14.235	12.476	6.024	11.435	4.376	9.437	5.235	6.484	6.211	99.929
garantías SGR	1.638	1.485	1.730	904	1.318	1.157	1.270	837	843	1.442	1.117	1.353	15.096
s SGR	2.580	2.398	2.152	1.564	1.731	1.852	933	953	1.269	1.349	1.354	1.252	19.387
linal SGR	282	288	370	281	290	435	435	182	480	527	447	234	4.251
po Aval SGR.	288	130	786	904	1.870	1.071	278	1.221	0	1.428	1.658	1.535	11.168
avit SGR	575	100	485	265	615	619	1.325	579	764	526	754	235	6.842
o Aval SGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
iables SGR	418	341	548	287	338	432	63	530	193	120	420	276	3.965
izar SGR	381	300	474	463	432	300	379	313	656	550	14	365	4.626
SGR	0	658	478	70	153	99	340	224	52	0	85	37	2.196
oaval SGR	0	0	0	775	0	300	0	187	218	0	50	284	1.814
linal SGR Y Fogaba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ulos SGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20	21	41
aval SGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.000	0	0	3.000
AL	66.604	65.663	61.037	57.273	55.554	70.083	80.530	87.710	87.818	73.947	76.444	85.794	868.457

Cifras en miles de pesos

Denominación	Año 2010					
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
dar PyMES	9.092	11.779	7.299	10.335	12.522	12.502
IDAVIT SGR	270	242	264	389	287	555
izar SGR	167	426	648	987	600	739
uar SGR	3.130	2.596	5.261	3.993	4.344	4.170
Rural SGR	4.671	4.058	4.765	1.105	4.438	3.117
linal S.G.R y Fogaba	46	0	0	0	0	0
po Aval SGR	370	496	355	387	1.568	1.733
iables SGR	225	394	271	353	411	138
o Aval SGR	254	78	1.227	625	1.166	974
Mario SGR	4.697	2.930	2.280	2.560	4.915	6.322
s SGR	846	582	903	889	1.191	1.088
ntizar SGR	36.900	27.185	39.462	34.304	28.265	36.241
ntía de Valores SGR	5.629	10.245	7.064	6.836	6.417	7.403
garantías SGR	1.741	1.574	915	1.452	1.755	2.780
Grobo SGR	4.116	4.161	4.431	1.596	2.608	5.110
oaval SGR	50	0	229	43	0	83
nte Hnos. SGR	3.045	5.778	8.956	3.819	3.282	7.004
linal SGR	509	677	707	401	727	979
garantías SGR	70	144	0	0	24	0
ulos SGR	21	21	0	0	0	0
AL	75.848	73.366	85.036	70.074	74.518	90.939

Cifras en miles de pesos



## 5. Modelos de Encuesta utilizados

A continuación se exponen los modelos de encuesta y cuestionarios utilizados para el desarrollo de esta tesis doctoral.

### 1) Evaluación cualitativa Propyme – Programa de apoyo a pymes metalmecánicas

#### Encuesta a clientes/ Proveedores Pymes

**Nota: Marque con una x la respuesta correcta**

##### Calificaciones

NA: No aplica

NS: No satisfactorio

PS: poco Satisfactorio

S: Satisfactorio

MS: Muy satisfactorio

AS: Altamente satisfactorio

Nombre de la empresa

#### 1. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Comercial?

SI

 NO

#### 2. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Comercial?

Información/ Estudios de mercado

Contactos de empresas en el exterior

Contactos con empresas en el mercado interno

Invitación a Ferias, exposiciones y rondas de negocios

Otros (indicar)

#### 3. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Financiera?

SI

 NO

NO

#### 3.a. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Financiera?

Contactos con entidades de crédito

SGR para exportación y/o mercado local

Programa apoyo a inversiones

Otros (indicar)

**4. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Industrial?**

SI

NO

**4.a. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Industrial?**

Asesoramiento en Organización Industrial

Asesoramiento en Tecnología

Asesoramiento en calidad

Certificación ISO 9001, etc.

Pasantías rentadas

Logística

Otros (indicar)

**5. Recibió apoyo de ProPymes en el Área Institucional?**

SI

NO

**5.a. Qué tipo de ayuda recibió de ProPymes en el Área Institucional?**

Defensa de mercado interno

Contacto de organismos de apoyo a Pymes:

Secretaría de Industria

Sepyme

Fundación exportar

UIA

Adimra

Otros

Otros (indicar)

**6. Qué otras temáticas cree que debería abordar Propymes?**

## 2) Cuestionario de Financiación de pymes en la Argentina

### Encuesta para empresarios Pyme

- 1) ¿Cómo financió inicialmente a su empresa? ¿capital propio, de terceros? En caso de deuda con terceros ¿corto o largo plazo?
- 2) ¿realiza planificación financiera? ¿que horizonte de tiempo para proyectar utiliza?
- 3) ¿ha intentado alguna vez financiarse a través del mercado de capitales?
- 4) ¿ha utilizado alguna vez programas públicos de asistencia financiera?
- 5) ¿conoce el esquema de SGR? ¿ha participado como socio participe en alguna SGR?
- 6) En caso afirmativo de la respuesta 5, ¿Cuál es su opinión respecto del esquema SGR? ¿Qué ventajas y beneficios le han reportado para su empresa?
- 7) ¿Cuál es su opinión de los bancos argentinos? Si puede, haga una diferencia entre bancos públicos, privados y cooperativos.
- 8) Si tiene que invertir en activos fijos, ¿lo hace con capital propio, préstamo financiero, financiación del proveedor? (otros especifique)
- 9) A la hora de tomar deuda ¿usted evalúa un nivel máximo de apalancamiento con capital de terceros? ¿evalúa las ventajas impositivas que genera la deuda financiera? ¿evalúa el riesgo que conlleva para su empresa un nivel demasiado elevado de deuda?
- 10) Si usted tuviera que armar una jerarquía de esquemas de financiación para sus activos de corto plazo, ¿cómo ordenaría las siguientes alternativas en caso que no sea suficiente con los fondos disponibles que tiene para el funcionamiento operativo de la firma?
  - solicito más crédito a los proveedores
  - reduzco el inventario
  - reduzco el nivel de cuentas a cobrar aplicando una política más restrictiva de créditos
  - deuda bancaria de corto plazo
  - deuda bancaria de largo plazo
  - realizo aportes de capital a través de préstamos temporarios de socios
  - reduzco gastos / sueldos / retiros de socios
  - programas públicos
- 11) Si usted tuviera que armar una jerarquía de esquemas de financiación para sus activos de largo plazo, ¿financia en primer lugar con los fondos propios de la firma aunque ello implique una reducción fuerte de su liquidez? En caso de respuesta negativa a la anterior o si no tuviera los fondos propios suficientes ¿cómo ordenaría las siguientes alternativas?
  - solicita financiación al proveedor de la máquina (en caso de incorporación de líneas productivas)
  - préstamo bancario de corto plazo
  - préstamo bancario de largo plazo
  - aportes de capital
  - programas públicos
  - esquema de SGR
  - mercado de capitales

Para las respuestas 9 y 10 agregue algún comentario sobre su experiencia en caso que haya intentado conseguir líneas de largo plazo y/o ha intentado acceder a programas públicos de financiamiento.

### 3) Encuesta a expertos en el mercado financiero

- 1) ¿Considera que los sistemas de garantías como las SGR ayudan a mejorar el acceso al crédito de las pymes?
- 2) ¿considera que ayudaría a crecer al sistema un adecuado sistema de reafianzamiento de las SGR? En caso afirmativo ¿considera que debiera ser público o privado?
- 3) ¿Qué opina de las normas BCRA para fortalecer el sistema financiero? ¿Cuál cree que es el impacto (a nivel de cantidad y precio (tasa) en las líneas de crédito para pymes? ¿Por qué Argentina tiene normas aun más exigentes que Basilea?
- 4) Considerando el problema de la evaluación de riesgo de las pymes ¿Cuál es su opinión respecto a organizar un esquema nacional de calificación para pymes?
- 5) ¿Cuál es a su criterio el mejor modelo disponible para evaluar el riesgo de una empresa? Puede mencionar tanto un esquema general de evaluación o algún programa o modelo específico que conozca
- 6) ¿Cuál de las teorías que evalúan la estructura de financiamiento de empresas considera que más se adapta al segmento de empresas pyme en La Argentina? ¿o considera que ninguno de ellos? (me refiero a las teorías generalmente estudiadas de MM, Trade Off y Pecking order)
- 7) ¿Por qué los bancos no ofrecen líneas de crédito a largo plazo?
- 8) ¿cree que pueden estandarizarse contratos para préstamos financieros?
- 9) ¿Cuáles considera que son las principales causas del fracaso de empresas que terminan en concurso y/o quiebra?
- 10) ¿Cuál considera que es el nivel de evasión fiscal promedio de empresas pymes (sacando de la evaluación a micropymes) en Argentina? ¿Cómo cree que esto afecta su acceso al crédito en el sistema financiero formal?
- 11) ¿Por qué es tan bajo el acceso de las pymes al mercado de capitales?
- 12) ¿usted cree que podemos aplicar modelos exitosos de apoyo a pymes como en EEUU, Japón, Europa o al menos casos como Brasil y Chile?
- 13) ¿Cuáles son las principales causas por las que las pymes se enfrentan al problema del racionamiento del crédito?
- 14) El sistema de información de las pymes ¿ayuda o perjudica su acceso al crédito?
- 15) ¿Cuáles serían sus sugerencias para mejorar el acceso de las pymes al crédito en general (es decir tanto en mercado financiero como mercado de capitales)?
- 16) ¿Cuáles son las diferencias básicas entre la banca pública, la banca cooperativa y los bancos privados en la Argentina?

## 6. Ingresos y ratios por servicios de Bancos en la Argentina

Se presentan dos tablas resumen de ratios e ingresos por servicios de dos grandes bancos privados de la Argentina, uno nacional y otro extranjero. La información se obtuvo a partir de entrevista personal con los respectivos gerentes de sucursal de los bancos, cuya razón social se omite por tratarse de información de acceso restringido.

### Ratios banco extranjero

Conceptos	2005	2006	2007	2008	2009	1° trimestre 2010
Eficiencia : Gastos / PBB	47%	37,0%	35,0%	41,0%	47%	57%
Comisiones / Gastos	102%	111,0%	119,0%	103,0%	86%	85%
PBB / Paquete (en \$)	40	51	59	66	68	75
PNB / Paquete (en \$)	43	53	57	63	58	63
Depositos / Paquete (en \$)	3.507	3.922	4115	3.336	2.610	3.318
Prestamos / Paquete (en \$)	641	840	884	1.071	1.126	1.273
Paquetes / Empleado	318	387	349	427	485	397

PBB, margen bruto

PNB, margen neto

### Ingreso por servicios banco nacional

CONCEPTOS	I T 2010		I T 2009	
TARJETAS	353,5	61,2%	269,6	61,5%
DEPOSITOS	75,3	13,0%	56,3	12,8%
VINCULADOS A CREDITOS	28,4	4,9%	25,2	5,7%
SEGUROS	31,4	5,4%	29,1	6,6%
COMERCIO EXTERIOR	14,4	2,5%	10,8	2,5%
COMISIONES FINANCIERAS	13,2	2,3%	11,7	2,7%
SUBTOTAL	516,2	89,4%	402,7	91,8%
OTROS	61,0	10,6%	36,0	8,2%
TOTAL INGRESOS	577,2	100,0%	438,7	100,0%
EGRESOS	147,0	25,5%	103,5	23,6%
TOTAL NETOS	430,2	74,5%	335,2	76,4%

Cifras en Millones de pesos

## 7. Modelo de scoring interno e informe de visita Bancos de Argentina

### Informe de visita

FECHA: ...../...../.....

EMPRESA: .....

SUCURSAL: .....

#### 1. INFORMACIÓN GENERAL:

##### 1.1. Actividad:

.....

##### 1.2. Contacto, Nombre y Apellido, cargo:

.....

##### 1.3 Fecha: ...../...../.....

##### 1.4. Objeto de la visita:

.....

#### 2. SITUACIÓN DEL CLIENTE (A vincular / cliente actual: Nro. De cuenta, Antigüedad, servicios que tiene con el Banco)

.....

#### 3. INFORMACIÓN DE LA EMPRESA

3.1. **Origen, historia y contexto:** (Breve historia de la empresa, cambios societarios si los hubo, traspaso de paquete accionario, empresas controladas y/o controlantes, mercado en el que se mueve, visión de la empresa del mediano y largo plazo referida a su sector de actividad)

.....

3.2. **Accionistas / Management** (Incluir nombre, cargo, DNI, de todos los firmantes de la cuenta. En caso de ser clientes del Banco aclarar antigüedad y comportamiento) (aclarar actividad de los accionistas antes de dedicarse a la actividad actual) (porcentaje accionario)

.....

##### 3.3. Actividad

.....

3.4. **Composición de las ventas** (incluir principales clientes y condiciones de venta, plazo etc. Apertura en mercado interno y externo (expresado en porcentaje respecto de ventas con especificación de condiciones e instrumentos de pago (cheques, Cta. CTE, cartas de crédito, cobranza..etc.)

.....

3.5. **Estructura de ventas** (Comercializa en forma directa? Cuerpo de vendedores, en el exterior?) (Forma de distribución, vehículos propios o contratados)

.....

3.6. **Estructura de costos** (Principales proveedores, condiciones de compra, plazos, instrumento, locales o externos)

.....  
3.7. **Recursos productivos** (planta productiva, tipo de tecnología incorporada, ubicación estratégica, etc.)(Propia o Alquilada) (Cantidad de personal e ingresos promedio)

.....  
3.8. **Inserción en el mercado** (si existen mediciones mencionarlas, de lo contrario mencionar principales competidores, fortalezas y debilidades respecto de estos etc.)

.....  
3.9. **Capacidad instalada** (% de utilización de planta, respecto a su capacidad de Producción.)

.....  
4. **BANCOS CON QUE OPERA** (Detalle de bancos y discriminación de tipo de línea otorgada y utilizada a la fecha)

.....  
**5. INFORMACIÓN ECONOMICO FINANCIERA:**

5.1. **Evolución post balance**

5.1.1. **Ventas**

.....  
5.1.2. **Deudas**

.....  
5.1.3. **Información de interés**

.....  
**6. NEGOCIOS POTENCIALES**

6.1. **Crediticios** (descubierto, descuento de ch./cupones, Préstamos, Tarjeta Corp.)

.....  
6.2. **No crediticios** (PSI, PyC, etc.)

.....  
**7. RESPUESTAS PENDIENTES Y PASOS A SEGUIR**

.....  
**8. PROPUESTA CREDITICIA**

Descubierto: .....

Tarjeta Corporativa: .....

Préstamos: .....

Descuento de cheques: .....

Descuento de cupones: .....

9. **JUSTIFICACION** (Explicar la causa por la cual la empresa amerita la línea solicitada).

### Modelo de Scoring interno Banco de Argentina

VARIABLES CUANTITATIVAS		VARIABLES CUALITATIVAS	
Monto del pedido		Concentración Clientes	
Asistencia crediticia total		Concentración proveedores	
Asistencia crediticia ponderada total		Competencia externa	
Balance/ Manif. Bienes Depurados		Competencia interna	
Activo Corriente		Posicionamiento de sus productos	
Activo No Corriente		Capacidad de dirección	
Activo Total		Antigüedad en el ramo	
Pasivo Corriente		Sector de actividad	
Pasivo No Corriente		Evolución Post Cierre	
Pasivo Total		Veraz/ Nosis Titular/es	
Patrimonio Neto		Referencias comerciales	
Deuda Bancaria Corriente		Comportamiento previsional Pago de operaciones Directas u otras menos ACC	
Deuda Bancaria No Corriente		Factor de Reciprocidad	
Ventas Ejercicio Meses Promedio		Uso Cuenta Corriente	
Ultimo Resultado Final		Adhesión Institucional	
Inmuebles sociales Valor Cantidad Garantías Valor Garantías reales/ personales		Concepto Empresa	
<b>Información Post Balance/ Manif. Bienes</b>		Concepto Titulares	
Ventas Promedio		Veraz/ Nosis Fiador/es	
Evolución Deuda Bancaria Deudas acordes a desarrollo comercial/ inversiones- autoliquidable			
Deuda Bancaria Corriente			
Prestamos inversión corto plazo			
Deuda Bancaria No Corriente		Rating generado por	
Prestamos inversión a largo plazo		Plazo Mora	



## 8. Eficacia de las garantías y de los procesos judiciales

Para este trabajo de investigación se analizaron los casos en cartera de un Estudio de Abogados que atiende a empresas de distintos rubros de la economía. Se tomaron casos enviados a Legales para su recupero tanto por vía judicial o extrajudicial de una empresa siderúrgica, una productora de pañales, una financiera, una exportadora de cereales y una fábrica de tejas.

Se analizo el resultado de la gestión del estudio y las distintas garantías que contaba para dicha gestión. Pasado un determinado lapso de tiempo (dos años y medio) sin grandes avances se considera deuda irrecuperable. De esta forma se puede visualizar el grado de correlación entre las garantías tomadas y el éxito en el recupero del crédito, considerando solo el número de casos independientemente del monto adeudado por cada deudor.

El resumen del trabajo se puede observar en la siguiente tabla que incluye 140 deudores enviados a gestión legal, con 42 casos de recupero y 98 irrecuperables:

Documento o garantía respaldatoria	Subtotales	Recuperables	Irrecuperables
Facturas	66	14 21,21%	52 78,79%
Cheques	21	8 38,10%	13 61,90%
Documento Directo	24	4 16,67%	20 83,33%
Pagare avalado	18	11 61,11%	7 38,89%
Fianza	5	2 40,00%	3 60,00%
Hipoteca	3	3 100,00%	0 0,00%
Prenda flotante	3	0 0,00%	3 100,00%
Otros	0	0 0,00%	0 0,00%
	140	42 30,00%	98 70,00%

## 9. Pruebas Estadísticas

Hipótesis: las empresas más pequeñas tienen mayor % de capital propio

VARIABLE PATRIMONIO NETO/ACTIVO

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,608391562	0,449835608
Varianza	0,038626928	0,041760728
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	314	
Estadístico t	7,450103791	
P(T<=t) una cola	4,5502E-13	
Valor crítico de t (una cola)	1,649720831	
P(T<=t) dos colas	9,10041E-13	
Valor crítico de t (dos colas)	1,967547632	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,608391562	0,546377637
Varianza	0,038626928	0,025912877
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	188	
Estadístico t	2,837367569	
P(T<=t) una cola	0,00252397	
Valor crítico de t (una cola)	1,652999113	
P(T<=t) dos colas	0,005047939	
Valor crítico de t (dos colas)	1,972662649	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,449835608	0,546377637
Varianza	0,041760728	0,025912877
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	212	
Estadístico t	-4,016058051	
P(T<=t) una cola	4,10731E-05	
Valor crítico de t (una cola)	1,652072921	
P(T<=t) dos colas	8,21462E-05	
Valor crítico de t (dos colas)	1,971216964	

Hipotesis 2: las empresas más pequeñas tienen mayor proporción NOF/ventas

VARIABLE NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS/VENTAS

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,276004097	0,258618789
Varianza	0,026720873	0,02557067
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	327	
Estadístico t	1,018523171	
P(T<=t) una cola	0,15459118	
Valor crítico de t (una cola)	1,649526782	
P(T<=t) dos colas	0,30918236	
Valor crítico de t (dos colas)	1,967245038	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,276004097	0,322621689
Varianza	0,026720873	0,044902833
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	

Grados de libertad	127
Estadístico t	-1,836792143
P(T<=t) una cola	0,034289352
Valor crítico de t (una cola)	1,656940344
P(T<=t) dos colas	0,068578705
Valor crítico de t (dos colas)	1,978819508

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	No pymes	Pymes que pasaron a no pymes
Media	0,258618789	0,322621689
Varianza	0,02557067	0,044902833
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	141	
Estadístico t	-2,433960702	
P(T<=t) una cola	0,008092697	
Valor crítico de t (una cola)	1,655732288	
P(T<=t) dos colas	0,016185393	
Valor crítico de t (dos colas)	1,976931458	

Hipotesis 3.1 las empresas más pequeñas presentan un mayor valor en la relación F/M/NOF

VARIABLE FONDO DE MANIOBRA/NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	Pymes	No pymes
Media	0,895691676	0,283739244
Varianza	0,602440017	7,511098914
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	167	
Estadístico t	2,670951224	
P(T<=t) una cola	0,004155976	
Valor crítico de t (una cola)	1,654029129	

P(T<=t) dos colas	0,008311953
Valor crítico de t (dos colas)	1,974270919

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,895691676	0,765166883
Varianza	0,602440017	0,150437841
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	286	
Estadístico t	1,945717415	
P(T<=t) una cola	0,026334085	
Valor crítico de t (una cola)	1,650198896	
P(T<=t) dos colas	0,05266817	
Valor crítico de t (dos colas)	1,968293193	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,283739244	0,765166883
Varianza	7,511098914	0,150437841
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	160	
Estadístico t	-2,121595562	
P(T<=t) una cola	0,017705996	
Valor crítico de t (una cola)	1,654432902	
P(T<=t) dos colas	0,035411992	
Valor crítico de t (dos colas)	1,974901524	

Hipotesis 4: el porcentaje de deuda bancaria / activos totales es menor en las empresas más pequeñas.

VARIABLE DEUDA BANCARIA TOTAL / ACTIVO TOTAL

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,053585889	0,130195784
Varianza	0,006323215	0,016579002
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	228	
Estadístico t	-6,505744174	
P(T<=t) una cola	2,42142E-10	
Valor crítico de t (una cola)	1,651564229	
P(T<=t) dos colas	4,84284E-10	
Valor crítico de t (dos colas)	1,970423143	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,053585889	0,079392428
Varianza	0,006323215	0,007773128
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	142	
Estadístico t	-2,363117935	
P(T<=t) una cola	0,009738755	
Valor crítico de t (una cola)	1,655655173	
P(T<=t) dos colas	0,01947751	
Valor crítico de t (dos colas)	1,976810963	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,079392428	0,079392428
Varianza	0,007773128	0,007773128
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	227	
Estadístico t	3,590724908	
P(T<=t) una cola	0,000202067	
Valor crítico de t (una cola)	1,651593912	

P(T<=t) dos colas	0,000404135
Valor crítico de t (dos colas)	1,970469461

Hipotesis 5: el porcentaje de pasivo no corriente sobre pasivo total es menor en las empresas más pequeñas.

VARIABLE PASIVO NO CORRIENTE/PASIVO TOTAL

PYMES- NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>No pymes</i>
Media	0,139207412	0,161471929
Varianza	0,030280762	0,027142476
Observaciones	219	151
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	334	
Estadístico t	-1,248493249	
P(T<=t) una cola	0,106362451	
Valor crítico de t (una cola)	1,649428568	
P(T<=t) dos colas	0,212724902	
Valor crítico de t (dos colas)	1,967091894	

PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>Pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,139207412	0,154893568
Varianza	0,030280762	0,037779455
Observaciones	219	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	141	
Estadístico t	-0,652704149	
P(T<=t) una cola	0,257504895	
Valor crítico de t (una cola)	1,655732288	
P(T<=t) dos colas	0,51500979	
Valor crítico de t (dos colas)	1,976931458	

NO PYMES- PYMES QUE PASARON A NO PYMES

Prueba t para dos muestras suponiendo varianzas desiguales

	<i>No pymes</i>	<i>Pymes que pasaron a no pymes</i>
Media	0,161471929	0,154893568
Varianza	0,027142476	0,037779455
Observaciones	151	86
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	154	
Estadístico t	0,264396509	
P(T<=t) una cola	0,395913957	
Valor crítico de t (una cola)	1,654808386	
P(T<=t) dos colas	0,791827915	
Valor crítico de t (dos colas)	1,975488024	